

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**POLÍTICA FISCAL E A DESACELERAÇÃO DA
ECONOMIA BRASILEIRA DESDE 2011**

MARIA MARTHA DE BRITO
matrícula nº 111352615

ORIENTADORA: Prof. Denise Lobato Gentil

MARÇO 2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

POLÍTICA FISCAL E A DESACELERAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA DESDE 2011

MARIA MARTHA DE BRITO
matrícula nº 111352615

ORIENTADORA: Prof. Denise Lobato Gentil

MARÇO 2014

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

A real dificuldade não reside nas novas idéias, mas em conseguir escapar das antigas.
John Maynard Keynes

AGRADECIMENTOS

Eu não poderia concluir o presente trabalho acadêmico sem o apoio e a atenção de pessoas formidáveis.

À minha família, que se mostrou constantemente preocupada com o andamento da minha monografia. À minha avó Martha, que separou artigos de jornal pertinentes ao assunto tratado neste trabalho.

À Prof. Denise Lobato Gentil, que tanto faz jus ao sobrenome. Obrigada pela orientação deste trabalho e pelos valiosos *insights* ao longo da jornada. Contar com a sua orientação contribuiu significativamente para o meu crescimento acadêmico.

Ao Prof. Ricardo Summa, que não hesitou em prestar auxílio no levantamento de dados para a monografia.

RESUMO

A média de crescimento do PIB brasileiro no período 2004-2010 foi de 4,5%. Porém, a partir de 2011, observamos um processo de desaceleração da economia brasileira, em que a taxa de crescimento do PIB passa de 7,5% em 2010 para 2,7% em 2011, 0,9% em 2012 e 2,3% em 2013 – com média de 2% no período 2011-2013. O objetivo do trabalho é analisar a influência da política fiscal sobre o desempenho recente da economia brasileira. Primeiramente, analisamos a importância da política fiscal para o crescimento econômico através das contribuições teóricas de Keynes, Kalecki e Lerner. Em segundo, analisamos brevemente as principais políticas macroeconômicas no período 1999-2009 e com maior foco, no período 2010-2013. Constatamos que a desaceleração da economia brasileira desde 2011 está associada a mudanças na política fiscal, com destaque para o componente do investimento público. Este sofreu queda de 2,86% na taxa de crescimento real no período 2011-2012 – o pior desempenho entre os componentes do PIB. A diferença de crescimento do investimento público entre o período 2011-2012 e o período 2004-2010 atinge a incrível marca de (-) 17,7%. O desempenho da economia brasileira, portanto, sofre os efeitos de uma mudança na política fiscal, que entra em contradição com os receituários teóricos expostos no trabalho.

ABSTRACT

The average Brazilian GDP growth in the period 2004-2010 was 4.5%. However, from 2011 forward, we observe a process of deceleration of the Brazilian economy, in which the growth rate of GDP changes from 7.5% in 2010 to 2.7% in 2011, 0.9% in 2012 and 2.3 % in 2013 - with an average of 2% in the period 2011-2013. The objective of this thesis is to analyze the influence of fiscal policy on the recent performance of the Brazilian economy. First, we analyze the relevance of fiscal policy towards economic growth through the theoretical contributions of Keynes, Kalecki and Lerner. Second, we briefly analyse the main macroeconomic policies in the the period 1999-2009 and with greater focus, the policies in the period 2010-2013. We note that the slowdown of the Brazilian economy since 2011 is associated with changes in fiscal policy, especially related to the component of public investment. It presented a negative real growth rate of 2.86% in the period 2011-2012 – the worst performance among the components of GDP. The difference in the growth of public investment between the 2011-2012 period and the 2004-2010 period reaches a staggering (-) 17.7%. The performance of the Brazilian economy, therefore, suffers the effects of a change in fiscal policy that contradicts the theoretical prescriptions exposed in this work.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	8
 CAPÍTULO 1 – A POLÍTICA FISCAL EM TEORIA	
1. A política fiscal sob a visão de Keynes	
1.1. O papel do Estado e a operação da política fiscal.....	9
1.2. Investimento público, incentivo ao consumo e distribuição de renda.....	13
1.3. O financiamento da política fiscal.....	16
2. A política fiscal sob a visão de Kalecki	
2.1. As classes sociais e o papel do Estado.....	19
2.2. Os três caminhos para o pleno emprego.....	21
2.3. O financiamento da política fiscal.....	23
2.4. Os obstáculos políticos ao pleno emprego.....	25
3. A política fiscal sob a visão de Lerner	
3.1. Finança funcional.....	27
3.2. Dívida pública, moeda e impostos.....	30
 CAPÍTULO 2 – A DESACELERAÇÃO DA ECONOMIA RASILEIRA DESDE 2011	
1. Políticas neoliberais pós-1999.....	31
2. Cenário externo e política fiscal nos anos 2003-2008.....	33
3. Políticas anti-cíclicas pós-crise de 2008.....	37
4. A desaceleração da economia a partir de 2011	
4.1. O ano de 2010.....	40
4.2. O ano de 2011.....	43
4.3. O ano de 2012.....	48
4.4. O ano de 2013.....	53
5. Síntese e observações gerais.....	58
 CAPÍTULO 3 – CONCLUSÃO.....	
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	67

Introdução

Os fatores determinantes do crescimento econômico são objetos de muitas controvérsias teóricas e de diretrizes políticas, nas quais a função da política fiscal transita entre secundária e prioritária. Para um segmento da teoria econômica heterodoxa, a política fiscal é um instrumento fundamental no estímulo à demanda agregada e configura como via principal para o aumento contínuo da renda e do emprego. Através da evolução do pensamento ortodoxo, contudo, a política fiscal foi relegada a segundo plano em função de argumentos relacionados à suas prováveis consequências, a saber, o efeito *crowding-out* e pressões inflacionárias. Esse desacordo sobre o papel da política fiscal no crescimento econômico está relacionado a distintas concepções monetárias. A validade da Teoria Quantitativa da Moeda para os autores ortodoxos encontra reflexo na subordinação da política fiscal à política monetária, concebida por estes teóricos como a mais importante. Este viés está presente, inclusive, no atual modelo de gestão da política brasileira.

A relevância da política fiscal, tal como é explícita no presente trabalho, sustenta-se no princípio da demanda efetiva. O mesmo afirma, ao contrário da lei de Say, que a produção só poderá gerar renda equivalente se integralmente realizada. É a realização da produção (viabilizada pela demanda) que gerará poder de compra. Por sua vez, esta realização depende da decisão de gasto, que não guarda relação necessária com a renda, isto é, não depende do nível prévio de renda. Resulta daí a máxima que diz que o gasto determina a renda, e não o contrário.

A desaceleração da economia brasileira desde 2011 é analisada no presente trabalho sob um prisma heterodoxo, com destaque para os impactos da variação do gasto público sobre o produto agregado. Em contexto histórico, a economia brasileira experimentou na segunda metade dos anos 2000 um período de crescimento mais rápido, inflação controlada e uma melhora na distribuição de renda devido a uma grande mudança no cenário externo e a uma mudança pequena, mas muito importante, na orientação da política macroeconômica interna. A média de crescimento do PIB no período 2004-2010 foi de 4,5%, pouco mais do dobro do observado no período 1995-2003. Porém, a partir de 2011, observamos um processo de desaceleração da economia brasileira, em que a taxa de crescimento do PIB mudou de 7,5%

em 2010 para 2,7% em 2011 e, progressivamente, reduziu-se a 0,9% em 2012. Em 2013, o PIB avança e cresce 2,3%, mas não encontra as bases para voltar ao patamar do período que precede 2011.

O objetivo deste trabalho é analisar a influência da política fiscal sobre a desaceleração da economia brasileira desde 2011. No primeiro capítulo, analisamos a importância da política fiscal através da perspectiva de Keynes, Kalecki e Lerner. Os três autores contribuem para o enriquecimento do debate teórico acerca dos efeitos dos tipos de alocação do gasto público sobre a demanda agregada e traçam importantes observações acerca das estruturas tributárias adequadas ao crescimento econômico e à distribuição de renda. Embora adeptos da tese de insuficiência da demanda agregada como uma falha sistêmica numa economia monetária, assumem posições diferentes acerca do grau de utilização da política fiscal. Para Keynes, a política fiscal é definida pela fixação de um nível adequado de gastos públicos, não de déficit público. Para Kalecki e Lerner, o déficit público é visto como um instrumento válido para o alcance do pleno emprego e, segundo o último autor, até inevitável dado o referido propósito. No segundo e último capítulo, analisamos historicamente as principais políticas macroeconômicas implementadas no Brasil e o cenário externo em que o país encontra-se inserido: primeiramente analisamos brevemente o período 1999-2009 e em seguida, com maior foco, o período 2010-2013. Procura-se mostrar que a redução da taxa de crescimento da economia brasileira se deveu relativamente mais a mudanças na condução da política macroeconômica interna do que às mudanças na situação externa.

1. A política fiscal sob a visão de Keynes

1.1. O papel do Estado e a operação da política fiscal

Em sua obra mais importante, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (KEYNES, 1936), John Maynard Keynes afirma que o capitalismo moderno depara-se com, no mínimo, dois problemas centrais. Um deles é a incapacidade da economia de mercado em gerar a demanda agregada necessária para alcançar e sustentar o pleno emprego e a plena utilização da capacidade produtiva existente. O outro problema é a excessiva concentração de renda e riqueza, que cria um abismo entre as classes sociais.

As causas do primeiro problema são os fios condutores da teoria keynesiana. Sinteticamente, a demanda efetiva é observada como insuficiente para o alcance do pleno emprego quando seus agentes privados apresentam elevada *preferência por liquidez*, a qual inibe o investimento e a atividade econômica. A preferência por liquidez, ou seja, a demanda por moeda para fins não-transacionais, ocorre, por sua vez, em razão da *incerteza* inerente às economias de mercado, caracterizadas pela ausência de equilíbrio geral. Segundo Keynes, as flutuações na demanda efetiva e no nível de emprego ocorrem porque, dado o futuro como incerto, os indivíduos apresentam algum grau de preferência por liquidez e, por consequência, algumas decisões de gastos são postergadas. Cabe notar que a moeda, além de ser necessária para transações, pode ser demandada pelos motivos de especulação e precaução.

Mais precisamente, Keynes define como incerto os fenômenos para os quais não temos base científica para atribuir probabilidades. Em uma economia monetária, na qual a incerteza não segue um modelo determinístico, as decisões dos agentes econômicos – baseadas em expectativas de longo prazo – são realizadas a partir de convenções. Como afirma Keynes:

“O estado da expectativa a longo prazo que serve de base para as nossas decisões não depende pois exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da *confiança* com que fazemos esse prognóstico – da maior ou menor convicção com que encaramos a eventualidade de o nosso melhor prognóstico se revelar redondamente falso. (KEYNES, 2010, p. 158)

É precisamente devido à incerteza presente nas economias capitalistas que as expectativas dos empresários sobre a demanda, determinantes do nível da atividade econômica, são instáveis e não raramente incompatíveis com o pleno emprego. Segue-se daí que a incerteza, por minar o alcance do pleno emprego nas economias monetárias, justifica a intervenção do Estado na economia. O Estado, com seu poder de centralizar informações, mobilizar recursos e influenciar a demanda, desempenha importante papel na construção de um ambiente macroeconômico favorável aos investimentos privados, em detrimento de um ambiente de incerteza. Assim, ao criar um ambiente mais seguro, o governo reduz possíveis dúvidas quanto à realização de lucros, isto é, aumenta a renda esperada dos investimentos – eleva a eficiência marginal do capital. O resultado é a ampliação do incentivo às decisões de investimento produtivo.

Fundamentada a intervenção do Estado na economia, esta pode ser feita através da política monetária, pela qual agentes econômicos são induzidos a ajustar suas demandas pela movimentação da taxa de juros, ou através da política fiscal, em que o governo age sobre a demanda diretamente através de seus gastos, ou indiretamente, através da imposição de tributos sobre os agentes privados.

Em diferentes passagens ao longo da TG, no entanto, Keynes salienta as limitações da política monetária quanto à capacidade de gerar pleno emprego e confere maior destaque às possibilidades oferecidas pelos gastos públicos. “De acordo com o que escreve o autor, dada a natureza instável das expectativas associadas à lucratividade monetária do investimento privado e, portanto, do nível agregado de gasto e de emprego daí derivado, caberia a entes públicos (...) levar a cabo gastos que prestassem ao papel de manter a renda macro em nível socialmente conveniente” (CARVALHO, 2011, p.35).

No último capítulo de sua obra, Keynes propõe:

“O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte através do sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros e, em parte, eventualmente, por outros meios. Para além disso, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juro baste por si mesma para determinar um volume de investimento ótimo. Concebo pois que uma socialização abrangente do investimento será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique que se excluam todo o tipo de compromissos e dispositivos pelos quais o Estado possa cooperar com a iniciativa privada. (...) Se o Estado estiver em condições de determinar o montante agregado dos recursos destinados a aumentar esses instrumentos e a taxa básica de remuneração dos seus detentores, terá realizado tudo o que é necessário. Para além disso, as necessárias medidas de socialização podem ser introduzidas gradualmente sem afetar as tradições gerais da sociedade. (KEYNES, 2010, p.360)

Analisaremos, em breve, os efeitos da política fiscal via gastos públicos sobre o produto e o nível de emprego. Antes disso, contudo, cabe notar que a eficácia da política fiscal nos termos de Keynes está condicionada ao grau de utilização da capacidade ociosa na economia, assim como à forma de financiamento da política (ver seção 1.3). No caso em que a economia em análise opera em sua plena capacidade, a demanda adicional gerada pelos gastos ultrapassa a capacidade produtiva da economia, isto é, excede a oferta e consequentemente, resulta em pressões inflacionárias. Retira-se daí que a política fiscal expansiva é viável mediante a existência de capacidade ociosa.

Dadas as condições para a realização de políticas fiscais, daremos início à análise da operação da expansão de gastos. Os gastos públicos representam basicamente as compras de bens e serviços – inclusive de mão de obra – às famílias e empresas; as transferências de renda às famílias feitas através de programas da área social; e o pagamento de juros aos detentores da dívida pública. Cada um real gasto pelo governo em bens e serviços pagos aos agentes privados é um real de acréscimo, de imediato, na renda do setor privado, aumentando seu poder de compra. Esse gasto irá induzir novas rodadas de outros gastos de empresas e famílias. Dessa forma, os gastos estimulam o aumento do consumo, por parte das famílias, e o aumento da produção, por parte das empresas. O aumento do consumo das famílias e empresas, por sua vez, causa aumento da renda dos fornecedores, que são estimulados a consumir e assim sucessivamente. Este processo pelo qual o gasto público induz gastos de consumo adicionais é chamado por Keynes de efeito multiplicador.

Keynes propôs a gerência da política fiscal por meio da utilização de dois tipos de orçamentos: i) o orçamento corrente e ii) o orçamento de capital (CARVALHO, 2008). O orçamento corrente contabiliza os gastos de consumo correntes do governo, destinados a garantir a oferta necessária de bens públicos. É importante que este orçamento esteja equilibrado e quando possível, superavitário. As receitas do mesmo são as arrecadações tributárias, que aumentam nos períodos de maior prosperidade econômica. O orçamento de capital, por outro lado, contabiliza os gastos do governo em investimentos e deve ser equilibrado no longo prazo com os recursos que se espera obter após a maturação dos investimentos. A criação deste orçamento tem por objetivo fazer frente à deficiência de demanda efetiva de forma preventiva, e não corretiva.

A separação entre os dois orçamentos teria por finalidade separar aquelas despesas do Estado que são regulares, daquelas de caráter anti-cíclico, que são necessárias apenas em momentos de contração da atividade econômica. A rigor, a política fiscal como instrumento de administração de demanda seria confinada ao orçamento de capital que, por sua natureza discricionária, poderia ter o seu ritmo de implementação variado conforme a conjuntura (CARVALHO, 2008, p.22).

Como vimos, os gastos públicos podem induzir a expansão dos gastos privados, notadamente o consumo e o investimento – denomina-se esse efeito de gasto induzido. Contudo, ao contrário da reação das famílias, que rapidamente aumentam o consumo frente a gastos públicos (com pagamento de salários ou com transferências de renda), a reação das empresas, no que se refere a suas decisões de investimento, é menos sensível aos gastos do governo. Ou seja, é necessário que os gastos públicos sejam relativamente elevados – como proporção do PIB – e realizados durante um longo período. É necessário que os empresários vejam os gastos como um acréscimo duradouro à demanda, caso contrário não valerá a pena expandir a planta produtiva de sua empresa.

“Na visão de Keynes, mais importante que o estímulo de curto prazo que os gastos públicos podem dar à economia, é a *sinalização* que a administração da política fiscal dá às empresas com relação ao comportamento da demanda agregada *no futuro*. A política fiscal deve ser conduzida num horizonte de médio a longo prazo – de preferência, durante todo o mandato de um governo – com regras claras, de forma a reduzir a incerteza das empresas quanto ao comportamento da demanda agregada” (HERMANN, p. 9, 2006). As decisões de investimento dependem, afinal, de quão estável ou crescente é a demanda.

1.2. Investimento público, incentivo ao consumo e distribuição de renda

A política fiscal via gastos desdobra-se em investimento público e incentivo ao consumo e, em vista do meio utilizado, pode gerar diferentes impactos na economia. A escolha entre níveis – complementares – de consumo e investimento é tema recorrente das observações de Keynes e vista como crucial em face de um programa de pleno emprego de longo prazo.

Keynes, em relação à distribuição de renda, defende mudanças institucionais como a introdução de impostos progressivos e, especialmente, sobre heranças (CARVALHO, 2008). A concentração excessiva de renda, em si, é um entrave ao pleno-emprego porque a parcela rica da população, beneficiária da concentração, consome relativamente pouco em proporção à sua renda. Por sua vez, a parcela pobre da população, que consumiria proporcionalmente mais, não tem meios para tanto. A viabilização de uma estrutura tributária progressiva atuará, portanto, no sentido de aumentar a propensão marginal a consumir (média) da população.

As objeções comumente levantadas a este tipo de propostas, segundo Keynes, se baseiam, em primeiro lugar, na noção de que poupança precede o investimento – o que equivale a dizer que renda gera gasto – e em segundo lugar, na suposição de que os impostos são um desestímulo à atividade empresarial. A fundamentação teórica que invalida a primeira objeção foi tratada no capítulo anterior. Com relação à segunda objeção, há de se destacar que o aumento da propensão marginal a consumir, decorrente da tributação progressiva, aumenta a rentabilidade esperada e conseqüentemente, o investimento privado – contanto que a economia opere abaixo do pleno emprego.

O consumo pode ser igualmente estimulado por isenções temporárias de impostos sobre bens e serviços. Porém, Keynes apresenta ressalvas quanto à capacidade do Estado manobrar, com eficiência anti-cíclica, os gastos da comunidade em bens e serviços de consumo (CARVALHO, 2011, p. 36). Em primeiro lugar, porque é uma estratégia de difícil implementação devido aos hábitos de consumo enrijecidos da população. Em segundo lugar, porque é uma estratégia de difícil reversão, isto é, a retirada dos estímulos fiscais, quando houver pleno emprego, será intrincada.

Tanto os incentivos ao consumo quanto os investimentos desencadeados a partir do Estado geram demanda agregada, porém, como sugere a citação abaixo, Keynes conferia maior credibilidade à capacidade do investimento em reduzir as flutuações de demanda e garantir o pleno emprego. Assim, a capacidade de planejamento de longo prazo e de mobilização de investimentos públicos e privados a partir do Estado seria o caminho para a estabilidade duradoura:

“It is quite true that a fluctuating volume of public works at short notice is a clumsy form of cure and not likely to be completely successful. On the other hand, if the bulk of investment is under public or semi-public control and we go in for a stable long-term programme, serious fluctuations are enormously less likely to occur. (...) I have much less confidence (...) in off-setting proposals which aim at short-period changes in consumption. (KEYNES, 1980, p. 326).

Kregel (1985, p.33) afirma: *“The stabilization of investment was Keynes’s primary policy goal”*. Para o autor, Keynes justificou a ênfase no controle do investimento como meio para a estabilização do produto em base tanto política quanto teórica. Kregel corrobora sua afirmação com a seguinte observação de Keynes:

“it is not nearly so easy politically and to the common man to put across the encouragement of consumption in bad times as it is to induce the encouragement of capital expenditure. The former is a much more violent version of deficit budgeting. Capital expenditure would at least, if not wholly, pay for itself...”
(KEYNES, 1980, p. 319-20)

Visto que os gastos com incentivos ao consumo não geram retornos futuros, como no caso dos investimentos públicos, a viabilidade política da primeira forma de gasto tende a ser mais contestável sob o ponto de vista das finanças do governo. Deste modo, Keynes atribui ao investimento público maior destaque na redução das flutuações de demanda e considera que a adoção de medidas fiscais nesta direção seja mais viável na esfera política, em detrimento do gasto em incentivo ao consumo.

Finalmente, o investimento público, segundo Keynes, deve ter por alvo ser “tecnicamente social”, isto é, deve destinar-se prioritariamente a setores onde a iniciativa privada não pode ou não tem interesse em investir (KREGEL, 1985, p. 37). Além disso, a realização de investimentos de caráter anti-cíclico não estaria apenas sob encargo do Estado, mas também de uma série de entidades semi-públicas. Assim, Keynes parece sugerir o dispêndio de empresas públicas, autarquias, fundações e outras instituições que, por manterem um elo com o Estado, não atendem a interesses privados e buscam o pleno emprego.

Embora seja verdade que os investimentos públicos tenham a função-chave de regular o volume agregado de investimentos na economia, não é razoável supor que os investimentos realizados no setor privado tenham importância reduzida. Ao contrário, nota-se que Keynes insiste na prática de uma política monetária tal que torne, tanto quanto possível, as taxas de juros sistematicamente baixas para que, dada uma escala de eficiência marginal do capital, a situação de pleno-emprego seja alcançada (CARVALHO, 2011, p. 44).

O investimento privado, como se sabe da teoria keynesiana, é determinado pela análise comparativa entre taxa de juros e eficiência marginal do capital (EMC) – expectativa de rendimento futuro. O investimento público, ao gerar renda e diminuir o grau de desconfiança no cálculo de condições futuras, reduz o grau de preferência por liquidez e, como resultado, obtemos o aumento da EMC e logo, das chances de efetivação do investimento privado. A respeito do papel da taxa de juros e da EMC, Keynes (1936, p.136) afirma: "pode-se dizer que a curva da EMC governa as condições em que se procuram os fundos disponíveis para novos

investimentos, enquanto a taxa de juros governa os termos em que estes fundos são correntemente oferecidos". Segue-se daí que Keynes defende prioritariamente investimentos públicos porque os mesmos estimulam investimentos privados e insiste na redução dos juros porque acredita na importância do papel complementar dos últimos.

1.3. O financiamento da política fiscal

Para Keynes, a política fiscal é definida pela fixação de um nível adequado de gastos públicos, não de déficit público. Uma política fiscal baseada em déficits é recomendada apenas como último recurso, quando a arrecadação do governo é baixa devido a uma recessão já em curso na economia. Segundo Keynes, o déficit público tem caráter transitório visto que entende a situação de ausência de pleno emprego na economia como transitória, isto é, passível de solução através da adoção de políticas fiscais e monetárias adequadas. A utilização do déficit público como meio de expandir a demanda agregada, contudo, torna mais difícil o financiamento dos gastos públicos, porque o ambiente recessivo induz ao aumento da preferência por liquidez dos agentes privados superavitários. Independente do contexto, no entanto, a sustentação financeira da política fiscal é factível se for dada a devida atenção a alguns requisitos, como veremos adiante.

O financiamento da política fiscal é garantido após sua realização, na medida em que esta gera crescimento do produto e consequentemente, da arrecadação tributária. Dada a sensibilidade da receita de impostos a variações de renda, já que a maioria dos impostos em uma economia moderna são direta ou indiretamente proporcionais ao nível de renda, o aumento de gastos induz o aumento da receita de impostos, que financia o primeiro.

A teoria do multiplicador keynesiano esclarece questões sobre o nível adequado de gastos públicos necessários à economia e sobre o financiamento da dívida pública. De um lado, o efeito multiplicador permite que a soma necessária de gastos públicos, face a uma deficiência de demanda, seja inferior à soma da deficiência observada. Por outro lado, a teoria do multiplicador garante que, ao final do processo expansivo iniciado pela política fiscal, o balanço entre gastos públicos e impostos se mostre equilibrado e até mesmo superavitário, dependendo do valor do multiplicador e da sensibilidade da receita de impostos à variação da renda.

O financiamento da política fiscal pode ser intrincado em situações de recessão já em curso, quando a arrecadação tributária é precária e não há disponibilidade suficiente de fundos próprios do governo. Neste caso, o déficit público é identificado como instrumento anti-cíclico que, desde que aliado a uma política monetária de redução da taxa de juros, é capaz de reverter situações de deficiência de demanda e de desemprego. O déficit, por sua vez, tem como contrapartida a expansão da dívida pública, seja sob a forma de emissão de moeda, de dívida contratual (bancária) ou de dívida mobiliária.

Em períodos de recessão da atividade econômica, em que há grande incerteza quanto ao futuro da economia, constata-se elevada preferência por liquidez pelos agentes privados. A colocação de títulos públicos nestas circunstâncias pressiona a taxa de juros para cima¹. O aumento da taxa de juros, por sua vez, aumenta o custo de financiamento dos gastos públicos e provoca a queda de investimento. É decorrente desta lógica que se faz necessária a coordenação da política fiscal expansiva com uma política monetária expansiva, responsável por reduzir a taxa de juros. Nota-se que, independente do contexto, a política fiscal expansiva deve estar associada à política monetária:

uma outra recomendação de Keynes é que, em qualquer cenário, a política fiscal seja coordenada com a política monetária, de modo a evitar que a primeira se torne inviável (por falta de financiamento) ou uma fonte de problemas futuros (relacionados à dívida pública) para o setor público e, por extensão, para toda a economia. (HERMANN, 2006, p.5)

A implementação coordenada das políticas fiscal e monetária expansivas – em economias que operem abaixo do pleno emprego – em proporção e duração apropriadas, terá por resultado gerar renda e reduzir o grau de incerteza quanto ao futuro da economia, cenário em que a preferência por liquidez torna-se baixa. A redução da preferência por liquidez

¹ Esta relação é derivada da teoria da taxa de juros de Keynes, em que esta é determinada pela oferta e demanda da moeda. A taxa de juros é vista por Keynes como a recompensa que se deve pagar aos possuidores de riqueza para que renunciem à liquidez, isto é, à posse (segura) de moeda. Deste modo, num ambiente de incerteza, os agentes privados exigem taxas de juros mais altas para optarem pela posse de obrigações, em detrimento da posse de moeda.

possibilita a compra de títulos pelo público sem pressionar a taxa de juros para cima e logo, sem constranger o investimento – sem efeito crowding out².

Não é recomendável, segundo Keynes, o financiamento de gastos públicos por meio do aumento de impostos, visto que isto apenas deprimiria a renda antes mesmo que os gastos públicos tenham a chance de exercer o efeito expansivo na economia. Por razões similares, o Estado não deve buscar financiar seu gasto, na fase inicial, pela colocação de papéis de longo prazo. Não tendo ainda o nível de atividades se expandido, a renda ainda não terá crescido, nem, portanto, a poupança que deve resultar do acréscimo de renda estará disponível. Assim, não haverá ainda a demanda adicional por parte dos poupadores por papéis de longo prazo que, se colocados no mercado, pressionarão as taxas de juros para cima, e causarão a redução (crowding out) de investimentos privados (CARVALHO, 2008, p.18).

A fim de evitar o aumento do custo do financiamento dos gastos, a autoridade monetária deve administrar um “mix” de emissão de moeda e de títulos de diferentes maturidades. Na fase inicial do financiamento, é recomendada a emissão de títulos de curto prazo, como é insinuado no parágrafo acima. No entanto, uma dívida pública concentrada no curto prazo pode requerer crescentes monetizações e suscitar pressões inflacionárias. O “mix” ideal exige, assim, uma atuação contínua do banco central no mercado, visando adequar a estrutura de juros e a composição da dívida às preferências dos investidores em termos de títulos de curto e de longo prazo (OKUN, 1967). Em fases recessivas, é indicada a emissão de títulos de curto prazo combinada com a expansão da base monetária. As operações de alongamento da dívida – troca de títulos de curto prazo por títulos de longo prazo – são indicadas em períodos de maior otimismo da economia, caso contrário, pressionariam a taxa de juros para cima e elevariam o custo da dívida.

A administração contínua da dívida pública é, portanto, crucial para a garantia da eficácia da política fiscal. Para tanto, é necessária a criação de condições institucionais adequadas no

² O efeito crowding out corresponde a uma redução na demanda agregada em decorrência da expansão do gasto público. No caso em que o Estado financia a ampliação de gastos através da emissão de títulos, há o acirramento da demanda por recursos no mercado monetário, no qual o Estado concorre com entidades privadas por fundos, pressionando a taxa de juros para cima. Por sua vez, o aumento da taxa de juros leva à redução do investimento e do consumo (porque a poupança tende a aumentar frente ao aumento dos juros). O efeito desta forma de financiamento do gasto público sobre a demanda agregada corresponde ao efeito crowding out.

mercado financeiro, isto é, a organização de um mercado de dívida pública, capaz de adequar a emissão de títulos públicos às circunstâncias da economia. Assim, a capacidade de pagamento da dívida pública pelo governo é fortalecida, num horizonte de médio prazo, pela administração dos prazos da dívida e pela própria recuperação da atividade econômica atribuída à política fiscal, que aumenta a arrecadação tributária.

2. A política fiscal sob a visão de Kalecki

2.1. As classes sociais e o papel do Estado

Michal Kalecki foi um dos economistas de maior destaque do século XX. Entre 1933 e 1935, suas obras introduziram muitos dos princípios posteriormente estabelecidos na *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, de Keynes (livro publicado em 1936). As obras de ambos autores compreendem o princípio da demanda efetiva – segundo o qual as decisões de gasto determinam a renda – e a relação poupança-investimento – em que o investimento determina a poupança. Como as obras de Kalecki foram publicadas em polonês, sua língua nativa, tiveram menor repercussão no meio acadêmico da época do que as obras do economista inglês John Maynard Keynes.

Para a compreensão do papel do Estado no modelo de Kalecki, deve-se ter em conta o princípio da demanda efetiva. Para chegar a esse princípio, tanto Keynes quanto Kalecki criticaram o princípio da lei de Say, segundo o qual toda a produção gerada encontra correspondente procura. De acordo com este princípio, uma empresa, ao decidir produzir, gera renda ao contratar os fatores de produção – trabalho e capital. Os donos destes fatores, ao receberem a renda das vendas realizadas, decidiriam gastá-la o mais rápido possível. No caso de não decidirem gastar a renda, terão suas poupanças transferidas para outros agentes mediante a uma remuneração. Em sua maioria, esta transferência seria feita para as empresas realizarem seus investimentos. Logo, neste modelo não há vazamento de renda – toda renda que não fosse consumida seria investida.

A crítica de Keynes ao princípio da Lei de Say apoia-se no fato de que a renda não é toda utilizada para comprar bens e serviços, pois os agentes econômicos entesouram parte da renda na forma de moeda para fazerem frente às incertezas quanto ao futuro. Ou seja, existe um

vazamento da renda. Por sua vez, a crítica de Kalecki ao princípio da lei de Say apoia-se no fato de que a decisão autônoma dos capitalistas – e de qualquer outro agente da economia – é a de gastar e não a de receber.

Para Kalecki, a produção apenas se transforma em renda se ela for comprada. Além disso, a decisão de comprar independe da renda, depende do poder de compra. O poder de compra pode ser dado pela renda que o agente tem, mas também por créditos fornecidos pelos bancos e de ativos financeiros e reais acumulados em períodos anteriores (RODRIGUES, 2010, p.76). Para explicar a lógica dos gastos e da renda, Kalecki faz uso de seu referencial teórico marxista e distingue as classes sociais em seu modelo. Kalecki identifica as classes trabalhadora e capitalista e reparte a economia em três departamentos: o de produção de bens de capital (DI), o da produção de bens de consumo para os capitalistas (DII) e o de produção de bens de consumo para os trabalhadores (DIII). Supondo ser a renda nacional dividida entre salários e lucros e, adicionalmente, considerando que os trabalhadores não poupam – gastam a totalidade de seus rendimentos em bens de consumo – o autor conclui que é a decisão de gasto dos capitalistas (em DI e DII) que gera o montante agregado de lucros (KALECKI, 1954, p. 39). Assim, a renda efetivamente recebida pelas classes sociais dependerá das decisões de gasto dos capitalistas.

Sendo assim, Kalecki acredita – em consonância com Keynes – que a estabilização dos investimentos em escala macro eliminaria as causas fundamentais da flutuação no nível de atividade e emprego. Nos termos da teoria de Kalecki, a principal causa para a variação do volume de investimento é a variação dos lucros auferidos. “Mas sob um regime de pleno emprego continuamente mantido pelas despesas públicas, este volume agregado de lucros mostraria extrema estabilidade intertemporal – estabilidade esta que só poderia ser perturbada por elementos extraordinários (choques incidentais) ou pela ação das tendências de longo prazo” (CARVALHO, 2011, p. 75). Entre as causas da flutuação dos lucros estão o aumento da população e da produtividade do trabalho e variações na taxa de investimento privado relacionados a descontinuidades tecnológicas. “*Such accidental fluctuations can best be neutralized by an appropriate timing of public investment*” (KALECKI, 1944, p. 365).

Kalecki também proporia como dever do Estado o controle dos fluxos de investimento privado (via taxas de juros ou alíquotas de imposto sobre lucros) para que este se adequasse

ao desejado grau de utilização da capacidade produtiva, fator fundamental para assegurar a estabilidade dos lucros (v. CARVALHO, 2011, p. 76). O volume de máquinas e equipamentos deve ser adequado para empregar a mão de obra disponível e ainda permitir capacidade de reserva a fim de garantir a elasticidade necessária para ajustes de oferta. A manutenção de certo grau de capacidade ociosa revela-se de utilidade para estabilidade dos lucros e também para o controle de pressões inflacionárias.

2.2. Os três caminhos para o pleno emprego

Em seu artigo *Três caminhos para o Pleno Emprego*, Kalecki discorre sobre como o dispêndio governamental, o estímulo do Estado ao investimento privado e a distribuição de renda contribuem separadamente para o alcance do pleno emprego e em que medida podem ser combinados para que o pleno emprego não seja apenas um resultado quantitativo, mas qualitativo, pelo fato de melhorar as condições de vida da população.

O dispêndio governamental, como observado por Kalecki, pode ocorrer sob a forma de investimento público ou de subsídio ao consumo popular. O governo pode realizar investimentos públicos que não concorram com o empreendimento privado – por exemplo, construir escolas, rodovias e hospitais – como pode subsidiar o consumo popular para manter baixos os preços dos bens de subsistência. A distribuição do dispêndio entre investimento público e subsídio ao consumo deve basear-se no princípio das prioridades sociais. Terá de ser analisado, num determinado ano, se é mais importante, por exemplo, construir uma ponte ou garantir a segurança alimentar da população. Ainda a respeito dos gastos públicos, Kalecki não se opõe ao uso de déficits públicos para a realização dos mesmos. Caso a economia opere abaixo do pleno emprego e o governo decida expandir seus gastos, portanto, os gastos poderão ser deficitários. No entanto, os gastos não podem ser financiados por aumento de alíquotas dos tributos, visto que isso causará a redução na mesma proporção dos fatores que determinam a renda e, por consequência, da renda total da economia e do emprego.

O estímulo do Estado ao investimento privado ocorre através da redução das taxas de juros, do imposto de renda ou da concessão de subsídios. De acordo com Kalecki, enquanto o gasto gera demanda efetiva diretamente e propicia trabalho suficiente para empregar a mão de obra disponível, o estímulo do Estado ao investimento privado gera demanda efetiva

indiretamente – depende da reação dos empresários aos estímulos – e portanto, não é o método mais eficaz para se garantir o pleno emprego. O papel do investimento privado seria, mais precisamente, o de fornecer equipamentos para a produção de bens de consumo.

Numa economia onde a capacidade do equipamento é insuficiente para empregar a mão de obra disponível, é necessário haver um período de industrialização ou reconstrução durante o qual o equipamento existente seja expandido a uma taxa mais elevada. A tentativa de assegurar o pleno emprego a curto prazo numa economia com escassez de equipamentos pode facilmente gerar pressões inflacionárias, pois a estrutura do equipamento não será compatível com a estrutura de demanda do pleno emprego. Kalecki impõe esta condição conforme a citação abaixo:

In an economy where plant is scarce, it is thus necessary to have a period of industrialization or reconstruction during which the existent equipment is expanded at a fairly high rate. In this period it may be necessary to have controls not unlike those used in war time. Only after the process of capital expansion has proceeded sufficiently far is a policy of full employment of the kind described above possible. (KALECKI, 1944, p. 362)

Se, ao contrário, o nível de investimento privado exceder o necessário para expandir a capacidade produtiva proporcionalmente ao produto de pleno emprego, originando demasiada capacidade ociosa, haverá desperdício de recursos produtivos e o que é pior, a queda do grau de utilização do equipamento se refletirá num declínio da taxa de lucro, o que tenderá a reprimir o investimento privado e poderá implicar numa depressão cumulativa de produção e emprego.

A ação do governo de reduzir a taxa de juros ou a alíquota do imposto sobre a renda visa o aumento da rentabilidade líquida esperada do investimento, que por sua vez, induz a acréscimos na taxa de investimento privado. A taxa de juros relevante para influenciar o investimento é a taxa de juros de longo prazo e o processo de redução da mesma é um tanto lento. Além disso, Kalecki chama atenção para o fato de que há limites para a redução da taxa de juros de longo prazo, porque esta taxa sempre excede a taxa de curto prazo em certa margem, e a taxa de curto prazo não pode cair abaixo de zero.

A terceira alternativa para se atingir e manter o pleno emprego seria aquela correspondente a redistribuição da renda das classes de mais alta para as de mais baixa renda. O propósito econômico desta medida é aumentar a propensão marginal a consumir da sociedade e os instrumentos para esse fim correspondem à cobrança de impostos progressivos – ou seja, a favor dos estratos de renda inferiores – e à transferência de renda aos mais pobres. O autor indica a adoção do “imposto modificado” sobre os lucros ou o imposto sobre os estoques de riqueza como formas mais adequadas de elevar a arrecadação junto aos capitalistas. Kalecki apresenta o imposto modificado como alternativa ao imposto sobre o capital: é uma forma de cobrança de imposto sobre a renda bruta da firma, anterior à depreciação, e que permite a dedução dos investimentos realizados – sejam para a reposição ou expansão da capacidade produtiva – da base tributável (KALECKI, 1944).

2.3. O financiamento da política fiscal

Para que a política fiscal tenha efeito positivo real na geração de demanda efetiva, o financiamento das despesas estatais não deve levar à diminuição correspondente do investimento privado. Logo, para Kalecki, o governo deveria estar atento para impedir, tanto via uma política monetária mais frouxa quanto por meio da colocação de papéis de dívida com diferentes prazos de maturação, a ação de um mecanismo do tipo *crowding-out* do investimento privado por pressão de juros mais altos (CARVALHO, 2011, p. 72). A elevação dos juros não se apresentaria mediante a oferta abundante de crédito e a capacidade de absorção de títulos por parte do público, garantida pela oferta de papéis de mais de um perfil de vencimento. Kalecki demonstra preocupação com o *crowding-out* no artigo *The Essence of Business Upswing*:

“It must be added that the precondition of successful government intervention – and of the natural upswing as well – is the possibility of meeting the increased demand for credits by the banking system without increasing the interest rate too much. Should the rate of interest increase to such an extent that private investment is curtailed by the exactly the same amount of government borrowing, than obviously no purchasing power would be created: only a shift in infrastructure would take place.” (KALECKI, 1935, p. 194)

Por outro lado, a obtenção de recursos para o gasto público via emissão de moeda – i.e., na relação direta entre Banco Central e Tesouro, sem a exigência de pagamentos futuros de juros – teria como obstáculo a estrutura do sistema financeiro privado, de acordo com Kalecki. A

emissão de moeda elevaria a razão reservas-depósitos dos bancos comerciais e reduziria as taxas de juros cobradas pelos empréstimos concedidos, mas elevaria as tarifas cobradas pela manutenção de depósitos à vista. Isto porque a redução das taxas de juros tanto para tomadores de crédito quanto para prestamistas levaria os bancos, no intuito de proteger sua lucratividade, a aumentar suas tarifas de serviço. Isso equivale a dizer que os encargos financeiros da dívida pública não seriam plenamente eliminados, mas apenas transferidos (pelo menos em parte) ao público que mantém depósitos bancários (CARVALHO, p.72). Dado o limitado efeito dos juros mais baixos sobre os investimentos e dada a queda nos gastos por parte dos depositantes, o financiamento do gasto público via emissão de moeda não é recomendável, haja vista o efeito negativo sobre a demanda efetiva. Kalecki recomenda, portanto, a contratação de dívida junto ao setor privado, com ênfase na oferta de papéis de curto prazo, cujos juros são mais diretamente manipuláveis pelas autoridades monetárias.

Kalecki discorre ainda sobre o encargo gerado pelo estoque de dívida pública, potencialmente crescente no caso de o pleno emprego ser continuamente mantido por déficits orçamentários. A respeito disso, afirma que os recursos públicos não serão limitados pelas despesas com o pagamento da dívida pública uma vez que o maior nível de atividade resultante do gasto público – e um possível aumento da produtividade – aumentará a arrecadação de impostos. Ainda sobre esta questão, mesmo que os encargos da dívida se mostrem superiores ao aumento da arrecadação corrente, haveria como alternativa a cobrança de impostos sobre a propriedade do capital e de diversos estoques de riqueza. Kalecki apresentaria ainda a alternativa adicional de cobrança do imposto modificado sobre a renda. Segundo o autor, a cobrança dos referidos impostos não teria efeitos deletérios sobre o nível de investimento privado. A respeito do primeiro tipo de imposto, afirma:

“A renda corrente após o pagamento do imposto sobre o capital será mais baixa para alguns capitalistas, e mais alta para outros, do que se o juro da Dívida Pública não se tivesse elevado. Mas sua renda agregada permanecerá inalterada, e seu consumo agregado não deverá alterar-se significativamente. Além disso, a lucratividade do investimento não é afetada por um imposto sobre o capital porque ele é pago sobre qualquer tipo de riqueza. Se certo montante é mantido em dinheiro ou apólices do governo ou é investido na construção de uma fábrica, o mesmo imposto sobre o capital é pago sobre ele, e assim não se altera a vantagem comparativa. E se o investimento é financiado por empréstimo, sua lucratividade claramente não será afetada por um imposto sobre o capital, porque o empréstimo não significa um aumento da riqueza do empresário investidor. Assim, nem o consumo dos capitalistas nem a lucratividade do investimento são afetados pela elevação

da Dívida Pública, se o juro sobre ela é financiado por um imposto anual sobre o capital.” (KALECKI, 1944, p.6)

Portanto, as transferências feitas aos detentores de títulos públicos correspondem apenas a uma redistribuição interna da renda. A renda agregada permanece inalterada e logo, a base de tributação também, o que garante o financiamento da dívida pública. Assim, Kalecki defende a obtenção de recursos para o gasto público via contração de dívida junto ao setor privado nacional. A expansão dos gastos pode ser financiada igualmente pela tributação sobre o capital e o lucro – o financiamento via tributação sobre salários e sobre o preço de mercadorias não é considerado expansivo pelo autor. Por outro lado, o financiamento via emissão de moeda tem efeito negativo sobre a demanda efetiva e a renda, pois, como última consequência, levará a uma queda nos gastos por parte de depositantes bancários.

2.4. Os obstáculos políticos ao pleno emprego

Kalecki (1943) constata que a questão do alcance do pleno emprego por meio do gasto público é discutida apenas em seus aspectos econômicos, enquanto que os importantes aspectos políticos que esta questão envolve não são levados em conta. Se a política de pleno emprego baseada na despesa governamental e financiada por empréstimos gera maior produção e emprego e beneficia tanto trabalhadores como empresários, cabe averiguar as razões políticas que não a levam a cabo. Os motivos para a contestação da política de pleno emprego são agrupados em três categorias: (i) a reprovação à interferência pura e simples do Governo no problema do emprego; (ii) a reprovação à direção da despesa governamental (para investimento público e subsídio ao consumo); (iii) a reprovação às mudanças sociais e políticas resultantes da manutenção do pleno emprego.

A primeira objeção à política de pleno emprego diz respeito à perda de barganha dos capitalistas frente ao Estado. O sistema ideal para a imposição do interesse capitalista é aquele do *laissez-faire*, em que o nível de emprego depende do assim chamado estado de confiança. “Se este se deteriora, o investimento privado declina, do que resulta uma queda do produto e do emprego (...). Isso dá aos capitalistas um poderoso controle indireto sobre a política governamental: tudo que possa abalar o estado de confiança deve ser cuidadosamente evitado, porque causaria uma crise econômica.” (KALECKI, 1943, p. 1). Assim, quando o nível de

produto e emprego depende predominantemente da variação do investimento privado – quando o Estado não intervém na economia e esta fica a cargo do estado de confiança – os capitalistas têm maior poder de manobra sobre decisões políticas e, portanto, têm margem para defender doutrinas como a da “finança sadia”.

A segunda objeção diz respeito ao objeto do gasto público: os investimentos e os estímulos ao consumo. O investimento público poderia, na visão do capitalista, competir com seus próprios investimentos, de tal forma que a rentabilidade do investimento privado seria enfraquecida e o efeito positivo do investimento público sobre o emprego seria anulado pelo efeito negativo do declínio do investimento privado. Mesmo que os investimentos públicos fiquem restritos a determinados setores econômicos em que não há interesse de exploração privada, há a suspeita de que os investimentos públicos seriam excessivamente concentrados em poucos setores, a ponto de não gerar efeitos de longo prazo, situação em o governo se sentiria compelido a estatizar setores correntemente explorados pelos capitalistas. Por outro lado, o subsídio ao consumo popular é contestado por motivos de ordem moral. Para a classe capitalista, tal política representa um atentado contra a meritocracia de mercado, segundo a qual se deve ganhar o pão com o suor do rosto, a menos que o indivíduo tenha meios privados.

A última objeção ao pleno emprego diz respeito às mudanças sociais que dele se originam. Sob um regime de permanente pleno emprego, a facilidade de recolocação no mercado de trabalho acabaria com o uso da demissão como fator de disciplinamento dentre os trabalhadores. Consequentemente, haveria maior tendência a greves e atuação do movimento operário. “Ainda que as pressões por melhores condições de trabalho e remuneração se fizessem traduzir apenas em aumento diretamente proporcional do nível de preços, restaria ainda a oposição dos rentistas – eventualmente afetados em sua forma de renda pela espiral inflacionária (...).” (CARVALHO, 2011, p.97).

Kalecki, ao fim de sua análise sobre os aspectos políticos do pleno emprego, faz menção à existência de um “ciclo econômico político” em sociedades capitalistas. Em época de depressão econômica, pela pressão popular ou mesmo sem esta, a classe capitalista argumenta a favor do gasto público a fim de evitar o desemprego em larga escala e a queda dos lucros. No entanto, apesar do apoio aos instrumentos de gasto público na fase de baixa cíclica, tão

logo se inicie a fase de recuperação, os mesmos são forçosamente reduzidos ou eliminados. Como já foi assinalado, o pleno emprego duradouro traria desvantagens para os empresários por conta de motivar movimentos trabalhistas e para os rentistas em razão do aumento de preços na fase de prosperidade.

3. Política fiscal segundo Lerner

3.1. Finança funcional

Ainda dentro do período compreendido entre as décadas de 1930 e 1940, outro autor apresentou relevantes contribuições teóricas com respeito à questão da geração do pleno emprego enquanto resultado de políticas macroeconômicas. O referido autor é Abba Lerner, de origem russa, mas naturalizado estadunidense. Lerner, de maneira semelhante a Kalecki, trouxe a público uma análise da *Teoria Geral* de Keynes ainda no ano de sua publicação, em que demonstra preocupação com a questão do desemprego involuntário e suas causas. Assim como Keynes, Lerner compreende a centralidade dos investimentos enquanto determinantes do nível de renda agregada, como também aponta a taxa de juros como fator de equilíbrio entre oferta e demanda de moeda, em vez de operar como fator de equilíbrio entre poupança e investimentos. Porém, Lerner não faz nenhuma menção explícita com relação à incerteza inerente à economia capitalista e às possíveis mudanças na escala de eficiência marginal do capital, que é dada por ele como estável no curto prazo:

Our conclusion is that the amount of employment can be governed by policy directed towards affecting the amount of investment. This may be done either by lowering the rate of interest or by direct investment by the authorities. (...) Equilibrium with full employment is then possible only at lower interest rates than are practicable unless either (a) investment is increased by State production of capital goods whose efficiency is less than the rate of interest or which for any other reason would not be manufactured by private entrepreneurs, or (b) the propensity to save is diminished – consumption increased – by State expenditure on social services or by redistribution of income from the rich to the poor, or by any other means. (LERNER, 1936, p. 345).

O tratamento das situações de falta e de excesso de demanda – que resultam em desemprego e pressões inflacionárias, respectivamente – atinge seu ápice no artigo “Functional Finance and the Federal Debt” (1943), no qual o orçamento público é apresentado como ferramenta fundamental para controlar o nível de crescimento da economia. “A idéia de

“finança funcional” (*functional finance*) corresponderia à concepção do orçamento público como algo a ser apreciado unicamente por conta dos seus efeitos econômicos concretos (geração de renda, estabilidade de preços e emprego), sendo o seu saldo de menor (ou, antes, nenhuma) importância” (CARVALHO, 2011, p. 103). Assim, os gastos do governo e sua arrecadação tributária, a expansão ou diminuição de suas dívidas, como também a expansão ou contração da oferta de moeda, deveriam ser observados apenas do ponto de vista dos seus efeitos gerados no tocante ao controle do desemprego e das pressões inflacionárias. Nota-se, portanto, certa proximidade entre o conceito de finança funcional de Lerner e as observações de Kalecki acerca do uso de déficits públicos para a geração de demanda agregada.

Do ponto de vista operacional, a função do orçamento público é manter o nível agregado de gastos em nível suficiente para a absorção de toda a produção factível aos preços correntes. Para isso, Lerner defende o uso sistemático de déficits públicos, isto é, de déficits de pleno emprego, cuja magnitude deve ser igual ao superávit privado (poupança acima do investimento) somado ao déficit em conta corrente (importações maiores que exportações). Caso seja necessário aumentar o nível de gastos, há a opção de elevação dos gastos do próprio governo como também a de redução de impostos – visando estimular os gastos privados via aumento da renda disponível. Na situação inversa, a redução do nível de demanda efetiva poderia ser obtida com redução de gastos e / ou aumento de impostos.

No que diz respeito aos gastos públicos, Lerner afirma que o governo não esbarra em qualquer restrição orçamentária para realizá-los. Os gastos públicos não precisam ser financiados, pois são, a priori, uma emissão monetária. Não há necessidade de tributação nem de emissão de títulos para se efetuar uma expansão de gastos. O propósito da tributação é influenciar o comportamento dos agentes privados. A tributação é um importante instrumento para o controle da inflação, à medida que reduz o poder de compra do setor privado, e revela-se de grande utilidade para políticas de distribuição de renda pelo impacto das alíquotas sobre rendas elevadas. Por sua vez, o propósito da emissão de títulos públicos pelo governo é regular a taxa básica de juros. “A razão da existência dos títulos públicos é a de viabilizar a manipulação e a fixação da taxa de juros e, assim, não apenas gerenciar o nível de gasto privado, mas também ter controle sobre o risco de *booms* e crises de liquidez” (SANTOS, 2005, p. 35).

Lerner não ignora, contudo, os efeitos redistributivos sobre a renda nacional resultantes do acúmulo de dívida pública nas mãos de agentes privados. A fim de equacionar os problemas decorrentes de crescentes estoques de dívida, o Estado deve fazer uso da taxação de impostos específicos, sem comprometer a dinâmica dos investimentos privados. Esta iniciativa de tributação de natureza modificada aproxima-se bastante da proposta de Kalecki. Assim, a propriedade de ativos financeiros, dada a possibilidade de se gerar mais arrecadação sobre altas rendas (dada a estrutura de impostos progressivos), não acarreta concentração de renda a favor de detentores de títulos públicos.

Conforme já foi indicado, os gastos públicos não precisam ser financiados, pois são, **a priori**, uma emissão monetária. Alternativamente, os gastos públicos podem ser lastreados em dívida pública – isto não quer dizer que sejam financiados pela dívida pública, pois, afinal, o governo não tem restrição orçamentária. Dentro da perspectiva operacional da teoria de Lerner, o uso de dívida ou a emissão de moeda para a expansão dos gastos está condicionada aos efeitos esperados sobre a taxa de juros. O gasto deve ser lastreado em dívida (o governo deve emitir títulos da dívida pública) caso seja necessário reduzir a oferta de moeda e aumentar as taxas de juros, de forma a inibir gastos excessivos em investimento que poderiam gerar inflação. De modo simétrico, o governo também pode expandir seus gastos via emissão de moeda, caso seja de seu interesse aumentar a oferta de moeda e reduzir os juros, de forma a estimular investimentos e reduzir o desemprego.

Em suma, Lerner não apresenta reservas quanto ao uso sistemático de déficits orçamentários para o controle do desemprego – neste aspecto, portanto, distancia-se de Keynes. O último autor preocupava-se com a questão do financiamento de déficits públicos e tornou público seu receio quanto à impossibilidade de absorção de títulos de dívida pública em contextos recessivos e quanto à resultante necessidade de monetização dos déficits e a possível perda de confiança no valor da moeda. Lerner, por outro lado, alega que a emissão de moeda, visando expandir gastos, não implica a perda de confiança no valor da moeda, baseando-se principalmente na *Teoria da Moeda do Estado*, de Knapp.

3.2. Dívida pública, moeda e impostos

Lerner afirma que o risco técnico de default da dívida pública de um país que emite sua moeda soberana é zero. A contração de dívidas com o propósito de expandir os gastos públicos não é aceitável apenas no caso do endividamento do governo junto a agentes econômicos estrangeiros, dado que o pagamento da dívida constituiria um “vazamento” de renda para o exterior e dado que a dívida seria denominada em moeda que o Estado nacional não pode emitir. Desde que a dívida seja contraída junto a agentes privados nacionais, portanto, o estoque de dívida do Estado não representa qualquer tipo de problema. Os gastos públicos lastreados em dívida terão, por um lado, efeitos positivos imediatos sobre o nível de demanda efetiva e por outro, efeitos positivos sobre gastos em consumo no futuro – eventualmente, os maiores volumes de riqueza financeira acumulados por rentistas aumentariam sua propensão marginal a consumir, dadas as suas menores preocupações com provisão de recursos para o futuro (efeito riqueza).

Por sua vez, a emissão de moeda não representa qualquer tipo de ameaça à capacidade do Estado de preservar o valor de sua moeda. As considerações de Lerner sobre essa questão encontram-se alicerçadas sobre a *Teoria da Moeda do Estado*, de Knapp. De acordo com esta visão, “moeda” corresponderia ao que é oferecido e aceito em pagamentos, ou seja, a base de um padrão monetário está na aceitabilidade da moeda. Posto que o governo tem condições de impor o pagamento de obrigações (impostos) na forma da lei (que é, também em última instância, garantida pelo monopólio estatal da coerção física socialmente aceita), ele também se encontra em condições de definir o meio de pagamento no qual aquelas obrigações podem ser quitadas (CARVALHO, 2011, p. 106):

The modern state can make anything it chooses generally acceptable as money and thus establish its value quite apart from any connection, even of the most formal kind, with gold or with backing of any kind. It is true that a simple declaration that such and such is money will not do, even if backed by the most convincing constitutional evidence of the state's absolute sovereignty. But if the state is willing to accept the proposed money in payment of taxes and other obligations to itself, the trick is done. (LERNER, 1947, p. 313)

Assim, o Estado, ao definir a moeda que emite como único meio pelo qual os impostos podem ser pagos, faria com que todos os agentes econômicos a aceitassem também. Na atualidade, todos os agentes econômicos (ou a maioria deles) têm algum tipo de obrigação

fiscal a ser cumprida e, mesmo que isto não seja observado, os agentes isentos de obrigações guardariam relações econômicas com os demais agentes, sujeitos ao pagamento de impostos. Portanto, poderíamos afirmar que, atualmente, as moedas de todos os países seriam *tax driven money* (moeda guiada por impostos) ou, dito de outra forma, moedas do Estado /moedas cartalistas.

O papel do Estado com relação ao funcionamento regular do sistema financeiro, no qual garante o cumprimento dos termos referentes a transações contratuais, torna suas decisões de emitir moeda igualmente soberanas. Com a disseminação de trocas que fazem o uso de contratos, portanto, passa a competir ao Estado a normatização dos termos em que os contratos são celebrados entre as partes, assim como passa a residir no Estado a figura do garantidor do cumprimento destes. Como contrapartida da construção pelo Estado de uma ordem jurídica aplicada a transações, a moeda emitida pelo Estado passa a ser o único meio de liquidação dos contratos. Em suma, observa-se que o Estado se encontra em posição de monopolista absoluto no tocante à emissão da moeda na qual podem ser quitadas obrigações fiscais, liquidados contratos, feitas as operações bancárias e mantida a reserva de valor da riqueza privada. Não por outro motivo, a capacidade do Estado em preservar a confiança social na moeda doméstica é incontestável.

2. A desaceleração da economia brasileira desde 2011

1. Políticas neoliberais pós-1999

Do pós-guerra até fins dos anos 1960 – em alguns casos, como no Brasil, até a década de 1970 – prevaleceu em diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento o enfoque keynesiano sobre o crescimento econômico, tanto no meio acadêmico quanto na gestão de políticas econômicas. No entanto, devido ao cenário econômico mundial de instabilidade no início da década de 1970, marcado pelo primeiro choque do petróleo e pelo rompimento do sistema cambial (fixo) de Bretton Woods – ambos em 1973 – a dominância keynesiana passou a ser questionada em vista da presença simultânea de inflação e desemprego em diversas economias (HERMANN, 2006).

A partir dos anos 1980, houve a ascensão e consolidação de teorias e políticas econômicas de cunho neoliberal e por consequência, a discussão em torno do impacto da política fiscal no

crescimento econômico mudou consideravelmente de figura. A influência positiva dos gastos sobre a taxa de crescimento foi renegada em nome dos supostos efeitos deletérios que poderiam desencadear sobre a economia, traduzidos pelo efeito crowding-out e pela inflação. A política fiscal passou a assumir um papel passivo na gestão macroeconômica, tornando-se subordinada à busca pela estabilidade dos preços e da dívida pública.

Na segunda metade de 1998, devido à acelerada perda de divisas externas, o governo brasileiro iniciou negociações com o Fundo Monetário Internacional (FMI) sobre a possibilidade de captação de um empréstimo. O acordo foi finalmente estabelecido sob a condição de um programa de ajuste fiscal baseado no controle da relação dívida pública/PIB, que seria feito mediante a geração de superávits primários em níveis adequados – de acordo com hipóteses de evolução do produto e dos encargos financeiros da dívida pública. A visão dominante era a de o país precisava de um ajuste fiscal para reduzir a dívida pública e que isso levaria ao aumento da credibilidade de investidores estrangeiros, importante para o alívio da restrição externa. Ademais, a garantia de solvência do setor público permitiria à economia operar com taxas de juros mais baixas, favorecendo o crescimento do produto agregado.

Indicadores como o superávit primário e a dívida líquida do setor público passaram a entrar no rol dos indicadores do risco-país de cada espaço nacional, incorporados na análise que serve de base para a confiança dos investidores. Assim, a análise das finanças públicas como ferramenta de avaliação do mercado financeiro contribuiu para a prescrição de ajustes fiscais a diversas economias com problemas no balanço de pagamentos – além daquelas com pressões inflacionárias. Diante disso, o governo brasileiro lança no final de outubro de 1998 um programa de reestruturação fiscal para cumprir as metas de superávit com o FMI, o Programa de Estabilidade Fiscal.

Em janeiro de 1999, logo após a reeleição de Fernando Henrique Cardoso, é adotado um regime de política econômica apoiado em três pilares: i) regime de câmbio flutuante; ii) regime de metas de inflação; iii) regime de metas de superávit primário. A partir de então, o crescimento da demanda agregada passou a ficar a cargo de políticas que não a fiscal, como a política monetária, sempre de modo subordinado à busca pela estabilidade inflacionária. Cabe à política monetária manipular a demanda agregada e manter a estabilidade de preços por meio da taxa de juros e de câmbio, enquanto que à política fiscal cabe compensar os efeitos

dessas variáveis sobre a dívida pública e promover ajustes sempre que a estabilidade da trajetória da dívida for ameaçada (JORGE & MARTINS, 2013). Ou seja, a política fiscal passa a atuar como mera âncora do regime macroeconômico, ao invés de determinar os rumos de uma economia no que diz respeito a sua taxa de seu crescimento.

2.Cenário externo e política fiscal nos anos 2003-2008

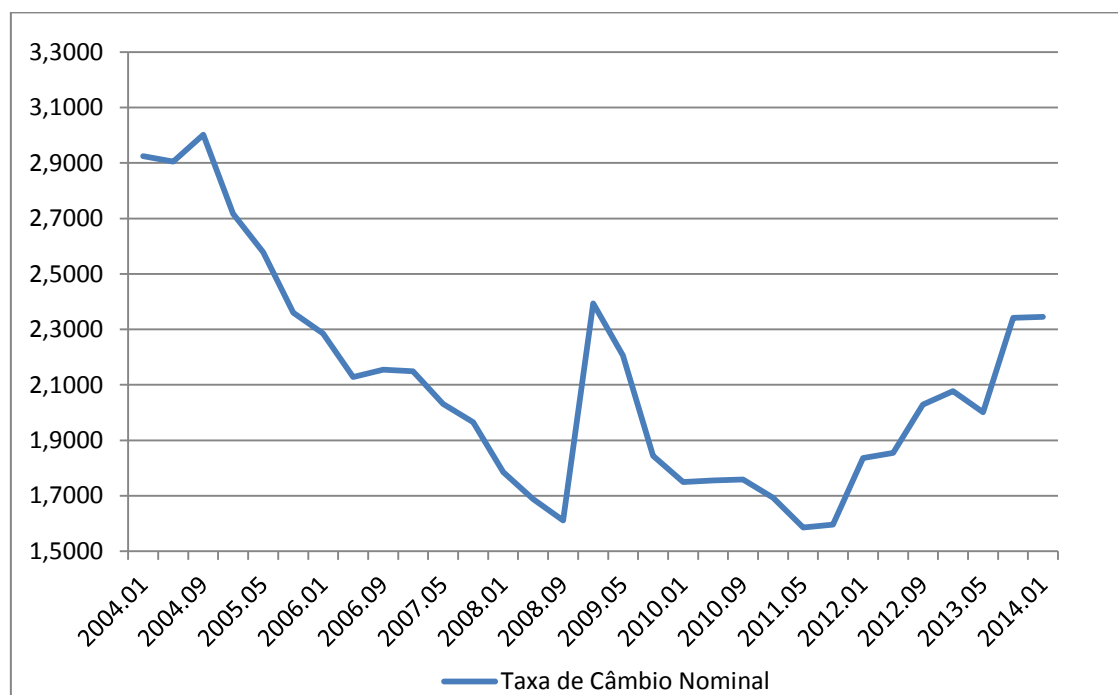
A consagração do chamado “tripé” da política econômica restringiu o poder discricionário das autoridades em relação à política fiscal. Conciliar a necessidade de geração de altos superávits primários com o aumento dos investimentos públicos tornou-se a grande dificuldade da gestão da política fiscal nos primeiros anos de introdução do novo regime, ainda mais quando se leva em consideração os altos gastos financeiros do governo (gastos com o pagamento de juros aos rentistas), dada a elevada carga de juros incorrida em função da política de controle inflacionário implementada pelo Banco Central.

Em 2003, o Governo Lula optou por dar continuidade à lógica do regime de superávit primário e reafirmou o comprometimento do governo anterior com a manutenção de uma determinada trajetória da dívida pública. Apesar deste posicionamento político, a economia brasileira, no que diz respeito à demanda agregada, contou com o apoio de um cenário externo auspicioso a partir de 2003. A retomada do crescimento econômico mundial e dos fluxos de capital no mercado internacional elevou a demanda externa e os preços de *commodities* exportadas pelo Brasil. Também contribuiu para a melhora das contas externas a redução dos “spreads soberanos” para o país. A melhora das condições da liquidez internacional, com juros baixos nos EUA, ajudou a reduzir os spreads das taxas de juros da dívida soberana dos países emergentes, resultando numa substancial melhora no Balanço de Pagamentos de um grande número de países em desenvolvimento, sobretudo em relação aos períodos de crises e instabilidades de meados dos anos 90 até 2002 (SERRANO & SUMMA, 2012).

O choque de preços internacionais de commodities não gerou pressões inflacionárias no Brasil, cabe notar, em razão da queda dos juros americanos, que permitiu um diferencial de juros extremamente alto, garantindo um processo de apreciação contínua da taxa de câmbio, que possibilitou o alcance das metas de inflação (gráfico 1). O diferencial de juros permitiu,

ao mesmo tempo, o estabelecimento de uma tendência de redução da taxa nominal e real de juros interno, especialmente a partir de 2006 (v. gráfico 2).

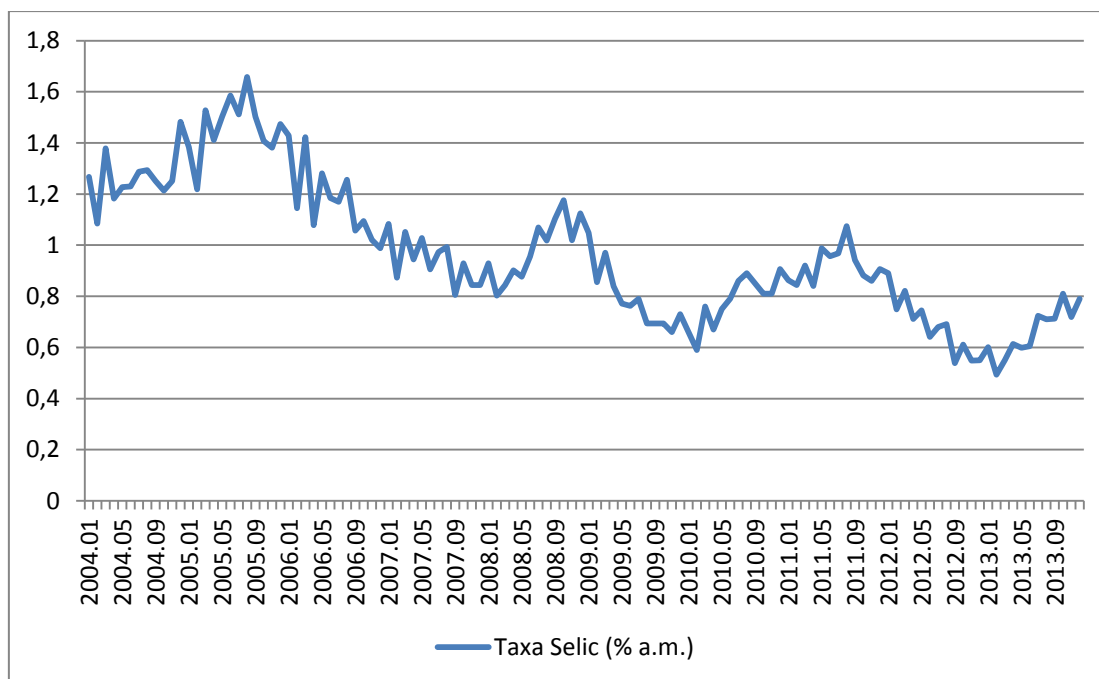
Gráfico 1 – Taxa de câmbio nominal – R\$/US\$



Fonte: BACEN; IPEADATA.

A taxa de crescimento da economia brasileira, portanto, aumenta inicialmente em razão do rápido crescimento das exportações, que com alguma defasagem levou a uma recuperação do consumo induzido e mais tarde do investimento privado induzido, a maior parte conectada ao setor exportador. A partir de 2006, o governo decide implementar uma política fiscal mais expansionista e administrar a política monetária de forma menos conservadora. Gradualmente, uma série de medidas de estímulo ao crescimento foram implementadas. “Estas incluíram aumentos substanciais do valor real do salário mínimo (e por consequência das transferências sociais e previdenciárias vinculadas ao salário mínimo), a retomada do investimento das empresas estatais e do investimento da administração pública, o crescimento mais elevado do consumo da administração pública através do aumento dos empregos públicos e reajustes dos salários de funcionalismo, bem como a forte expansão do crédito dos bancos públicos” (SERRANO & SUMMA, 2012, p. 28).

Gráfico 2 – Taxa de juros – Over/Selic (% a.m.)



Fonte: BACEN.

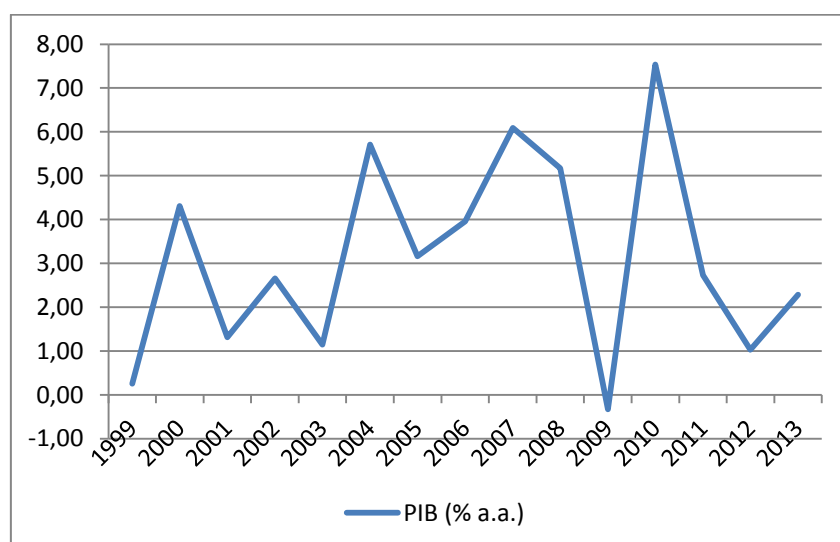
A expansão do investimento público reflete a retomada do pensamento desenvolvimentista pelo governo brasileiro, no sentido de fortalecer o papel do Estado no planejamento da economia. Entre os programas de estímulo aos investimentos, figura a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE), implementada em 2004 em apoio à exportação e ao desenvolvimento industrial, com foco em setores com capacidade de inovação, visando o aumento da competitividade externa do país. O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), criado em 2007, é um programa de investimentos públicos e privados em infraestrutura produtiva e urbana – transportes e energia, em especial. Finalmente, o Programa de Desenvolvimento Produtivo (PDP), criado em 2008, é um programa de política industrial que visa à ampliação do investimento privado e das exportações, com estímulos aos investimentos em P&D (pesquisa e desenvolvimento) e à atividade exportadora das micro e pequenas empresas. Todos os três programas contam com o BNDES como um dos principais financiadores públicos.

Houve um movimento de retomada do investimento público, também, pela expansão dos investimentos das empresas estatais federais, particularmente do grupo Petrobrás. “A ampliação dos investimentos do grupo Petrobrás está ligada ao setor de petróleo e gás, cujos

investimentos cresceram influenciados pelas decisões de expansão da produção, pela retomada de grandes projetos pela Petrobrás (construção de refinarias em Pernambuco, Maranhão, Ceará e Comperj/Rio de Janeiro) e pela descoberta e início das explorações de petróleo na camada pré-sal em 2008” (HERMANN & GENTIL, 2013, p.16). Vale destacar que esforço de expandir o produto agregado via investimento público é ratificado com a retirada da Petrobrás do cálculo da meta de superávit primário do setor público no ano de 2008 e da Eletrobrás em 2009.

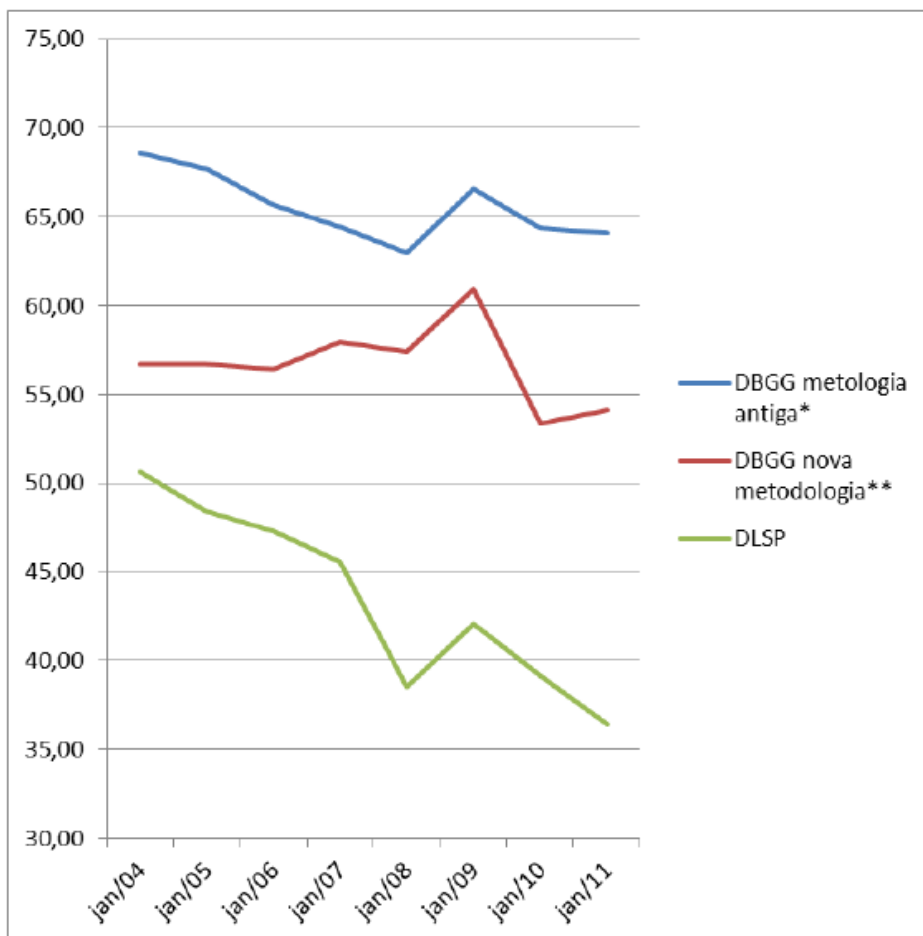
Em suma, observamos que as taxas de crescimento são baixas até (e incluindo) o ano de 2003, e logo depois começam a crescer de forma mais robusta (gráfico 3). Enquanto a média de crescimento do PIB foi de 1,9% no período de 1999-2003, a média em 2004-2008 foi de 4,8%. A partir de 2003, a expansão econômica é liderada pelo *boom* de exportações e mais adiante, a partir de 2006, o crescimento das exportações perde influência no produto agregado e é compensado pelo crescimento mais rápido do mercado interno, devido a uma política macroeconômica mais expansionista. Finalmente, a combinação de maior crescimento econômico com maior estabilidade monetária contribuiu para a melhora das contas públicas, reduzindo a relação dívida pública/PIB (gráfico 4).

Gráfico 3 – Variação real do PIB (% a.a.)



FONTE: IBGE.

Gráfico 4 – Indicadores da dívida pública sobre o PIB



FONTE: IPEA (2012a)

3. Políticas anti-cíclicas pós-crise de 2008

A crise financeira originada em 2008 no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco (*subprime*) adquiriu proporções tais que culminou na falência do banco de investimentos Lehman Brothers, dando início a uma crise financeira sistêmica em nível mundial. A crise foi responsável pela reversão da trajetória de crescimento econômico internacional anteriormente vigente e desta forma, o ano de 2009 foi marcado por forte retração da liquidez e do comércio internacional. Nesse contexto, criou-se, em diversos países, um espaço para a adoção de políticas não-convencionais em muitas áreas. No Brasil, a reorientação da política fiscal e a flexibilização das amarras impostas pelo arcabouço da política econômica adotado desde 1999 foi flagrante.

Do ponto de vista da gestão fiscal, o governo renunciou impostos na compra de bens duráveis como automóveis, materiais de construção, linha branca e móveis, assim como postergou o recolhimento de impostos junto a empresas, o que fez do governo um financiador de última instância para aquelas empresas com dificuldades de acesso ao crédito. No que diz respeito à política fiscal via gasto, o governo ampliou as transferências públicas de assistência e previdência social e subsídios (conhecidas como TAPS). No ano de 2009, para fazer frente à desaceleração da economia doméstica, as TAPS assumem o mais elevado patamar, de 15,21% do PIB, no período entre 2003-2011 (SANTOS, 2012).

Ao lado desses fatores, contribuiu para o enfrentamento da crise a manutenção pelo governo de determinadas políticas que já estavam em curso. Foi dada continuidade à política de reajuste do salário mínimo acima da inflação. O governo também não abriu mão dos vultosos investimentos programados pela Petrobrás e dos demais programas do PAC, além de procurar ampliar esses investimentos. Em adição a essas políticas, o governo criou em junho de 2009 o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), como parte da ação anti-cíclica diante da crise mundial. “O Programa (...) pode ser concebido como um capítulo da exitosa política de crédito adotada durante a crise e teve grande efeito sobre o investimento corrente, notadamente no investimento mais “leve” (voltado à aquisição de máquinas e equipamentos)” (ALMEIDA, 2010, p.60).

Com relação a política monetária, a primeira redução da taxa básica de juros ocorreu apenas em janeiro de 2009, a despeito da crise externa ter irrompido em setembro de 2008. A taxa Selic cairia de 13,75% ao ano para 8,75% ao ano entre janeiro e julho de 2009. “Como há um intervalo de tempo entre a queda da taxa básica de juros e seus efeitos na atividade real, provavelmente a política de juros acelerou a recuperação da economia quando esta já estava em curso, vale dizer, em meados de 2009, sem ter sido em si um antídoto à crise ou um mecanismo primário promotor da reativação” (ALMEIDA, 2010, p.57). A política de crédito, por outro lado, como será visto adiante, teve uma participação mais ativa na recuperação da economia.

Em rápida reação à crise externa, o governo lançou mão de medidas de aumento da liquidez na economia, com a liberação entre fins de setembro de 2008 e início de 2009 de R\$ 100,00 bilhões que antes os bancos recolhiam compulsoriamente ao Banco Central (ALMEIDA, 2010). Juntamente com a medida de aumento de liquidez, as instituições

públicas adquiriram participações e compraram carteiras de crédito de bancos em dificuldades. Assim, a política de liquidez e a política bancária, em conjunto, evitaram a possibilidade de corrida bancária ou de dúvidas sobre a situação de liquidez dos bancos brasileiros. A ação do governo nessa área contribuiu, portanto, para evitar uma crise de liquidez que, se desencadeada, restringiria de forma aguda o crédito e resultaria no profundo declínio da economia.

Por último, mas não menos importante, a política de crédito merece destaque entre as medidas de ação anti-cíclica, a despeito da inegável relevância de cada uma delas. O aumento da liquidez não teria repercussões tão positivas para a economia se o governo não tivesse transmitido a orientação aos seus bancos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) para que ampliassem seus financiamentos. “No contexto em que os bancos privados contraíam os seus financiamentos, foi esse espaço ocupado pelos bancos públicos o determinante por não ter havido na economia uma crise de crédito entendida esta não somente como a contração do volume de financiamentos concedidos, mas também como uma onda de falências de empresas e de liquidação de ativos” (ALMEIDA, 2010, p. 59). Segundo o referido autor, como amostra do compromisso assumido pelos bancos públicos, no início da crise, o crédito destes bancos representava cerca de 35,0% do crédito total, percentual que subiria a 41,0% (percentual de fevereiro de 2010).

Em suma, as políticas anti-cíclicas implementadas pelo governo em 2009 foram decisivas para minimizar os efeitos da crise sobre o PIB nesse ano. De forma semelhante, a conjuntura econômica do Brasil no momento da crise ajudou a estabelecer as bases para a recuperação de sua economia. Em outras palavras: “a maior resistência da economia brasileira à crise de 2008 refletiu uma combinação de fatores: a) o baixo comprometimento do sistema financeiro brasileiro com ativos e passivos externos naquele momento; b) o fato de que, nesse período, o crescimento econômico no Brasil já havia se tornado mais dependente da demanda doméstica que do mercado externo; c) a ampla atuação anticíclica do governo, não só com base em instrumentos convencionais de política fiscal e monetária, mas também, e principalmente, através da forte expansão do crédito público, apoiada em grandes aportes de capital do Tesouro Nacional nos três maiores bancos públicos federais do país – BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF)” (HERMANN & GENTIL, 2013, p. 10).

4.A desaceleração da economia a partir de 2011

4.1. O ano de 2010

As políticas anticíclicas implementadas pelo governo, em decorrência da crise financeira mundial, reativaram a demanda na economia brasileira e como consequência, a partir do último trimestre de 2009, o PIB volta a apresentar taxas positivas de crescimento. O crescimento da economia permitiu a recuperação do mercado de trabalho, onde a criação de empregos formais foi marcante, reforçando, desta maneira, a trajetória de expansão dos rendimentos. O aumento do emprego, associado às melhorias das condições de financiamento, aos programas de transferência de renda e às isenções tributárias, estimularam positivamente as decisões de consumo. Com a retirada das isenções tributárias em alguns setores da economia no primeiro trimestre de 2010, e o início do aperto monetário em fevereiro, contudo, os agentes econômicos reduziram moderadamente seus gastos com novas aquisições ao longo de 2010. A FBCF volta a apresentar variação positiva no último trimestre de 2009, o que pode ser explicado pela melhora na confiança dos empresários, associada principalmente ao aquecimento da demanda pelo consumo privado.

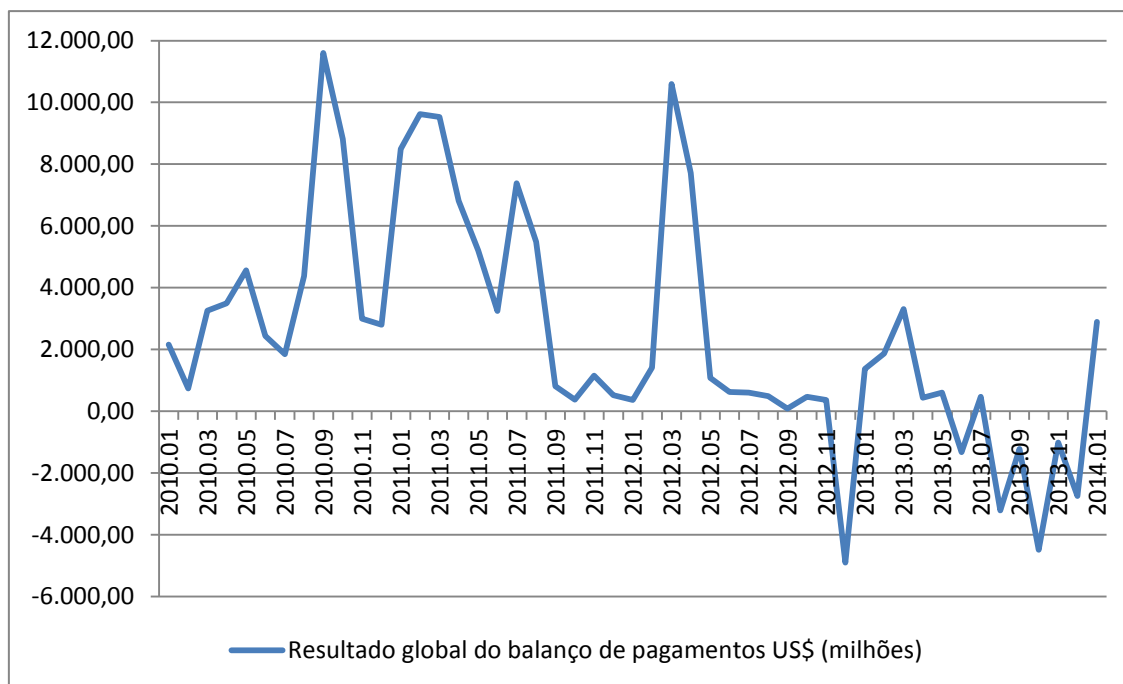
Ao mesmo tempo em que se verifica uma rápida recuperação da economia brasileira diante das medidas anti-cíclicas adotadas em 2009, ocorre uma rápida recuperação dos preços internacionais das commodities importadas e exportadas pelo Brasil. O índice Commodities Research Bureau (CRB), principal termômetro dos preços das matérias-primas, subiu 44% entre fevereiro de 2009, quando atingiu o nível mais baixo, e janeiro de 2010 (LANDIM, 2010). Boa parte do salto (16,6%), aliás, ocorreu no último trimestre de 2009. O ciclo de alta das commodities foi deflagrado pela ação conjunta de diversos fatores como a demanda da China, a desvalorização do dólar e a busca dos investidores por ativos mais rentáveis. Finalmente, em fevereiro de 2010, este movimento de preços teve repercussões tais que a inflação acumulada em 12 meses no Brasil ultrapassou o centro da meta de inflação (4,5%). A inflação, causada pelo choque de oferta, no entanto, parece ter sido interpretada erradamente como resultante de um choque de demanda agregada pelo Banco Central, visto que este deu início a uma política de aumento da taxa básica de juros no mesmo mês. Ao longo do ciclo altista, que vai até agosto de 2011, a taxa nominal de juros tem uma tendência a aumentar e vai de 7,5% a.a. para 13,5%.

No final de 2010, o governo reforça o comportamento contracionista ao adotar medidas relativas à redução e ao encarecimento do crédito, e ao firmar publicamente o compromisso doravante de alcance da meta “cheia” do superávit primário, alternativamente à meta “líquida”, a despeito da prerrogativa aprovada na Lei de Diretrizes Orçamentária que prevê o abatimento dos investimentos do PAC das despesas públicas no cálculo do superávit primário. Este posicionamento econômico no final de 2010 terá efeitos impactantes em 2011, mas não tem influência imediata sobre o PIB de 2010, que fecha o ano com a notável taxa de crescimento de 7,5%.

Em retrospectiva, portanto, o Banco Central, comprometido com a redução do crescimento da demanda, mas pressionado para não elevar os juros mais rapidamente e valorizar ainda mais o câmbio, adota medidas de controle do crédito ao consumidor em dezembro de 2010. Estas medidas incluíram: a) aumento do depósito compulsório sobre depósitos nos bancos, o que equivale a um imposto e tende a aumentar o *spread* dos bancos; b) aumento do capital mínimo dos bancos requerido para um conjunto de empréstimos ao consumidor de prazos mais longos como financiamento de automóveis com baixo valor de pagamento de entrada (mas não empréstimos imobiliários), que desestimula os bancos a expandir estas linhas de crédito; c) aumento dos impostos sobre operações financeiras para o crédito ao consumidor em geral que aumenta a taxa de juros paga pelo consumidor; e d) aumento do percentual mínimo de pagamento de saldos de cartões de crédito, que tende a reduzir o seu uso para financiamento pelos consumidores (PRATES & CUNHA, 2012).

Ao final de 2010, o governo, além de continuar com a trajetória de aumento da taxa de juros básica e de introduzir as medidas de controle de crédito, começa um forte ajuste fiscal com o objetivo de aumentar o superávit primário de forma a cumprir a meta cheia de 3,1% do PIB para 2011. Vale destacar que a Lei de Diretrizes Orçamentárias de cada ano, desde 2009, permite o abatimento dos investimentos do PAC da meta de superávit primário. No entanto, a meta “cheia”, que não desconta esses valores, foi a escolhida para ser perseguida pela equipe econômica do governo a partir de 2011. Em 2009 e 2010, a despeito do não cumprimento da meta cheia, foram atingidas as metas “líquidas”, aprovadas pelo Congresso Nacional. A meta “líquida” exige um esforço fiscal muito menor do ponto de vista de contingenciamento de despesas e, portanto, auxilia a expansão da demanda agregada a partir dos investimentos públicos.

Gráfico 5 – Resultado global do Balanço de Pagamentos – US\$ (milhões)



FONTE: BACEN.

Ao fazermos o balanço de 2010, observamos resultados positivos nas contas nacionais, com destaque para o crescimento de 7,5% do PIB, o maior avanço em 24 anos na história brasileira (SPITZ, 2011). A taxa de crescimento, como mostram os indicadores, foi influenciada predominantemente pelo desempenho robusto da demanda interna. Pela ótica da demanda, o consumo das famílias e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que sinaliza os investimentos, tiveram alta de 7,0% e 21,3%, respectivamente, as maiores altas desde 1996. O consumo das famílias, aliás, correspondeu a cerca de 60% do PIB em 2010. Já pela ótica da oferta, o maior crescimento coube à indústria. O segmento apresentou expansão de 10,43%, recorde desde o início da série, em 1996. O ritmo acelerado de crescimento da economia, porém, perde força no decorrer de 2010. No primeiro semestre, o PIB cresce à excelente marca de 9,3%, mas recua a cada trimestre até alcançar a marca de 5,3% no quarto semestre.

No que diz respeito às contas externas, a cotação elevada das commodities nas bolsas internacionais e a demanda crescente da China e de outros países emergentes garantiram o saldo positivo da balança comercial brasileira em 2010. Em razão das remessas de lucros e dividendos, e também dos gastos de brasileiros com viagens internacionais, no entanto, o

saldo em transações correntes fecha negativo. Apesar do resultado, o rombo externo foi totalmente compensado pelos investimentos estrangeiros diretos (v. gráfico 5).

4.2. O ano de 2011

A crise da Zona do Euro iniciou-se por contágio devido à crise da economia americana, mas se agravou em 2009 com a crise da dívida pública na Grécia e depois se intensificou com a deterioração das contas públicas de outros países periféricos da Europa (Irlanda, Portugal e Espanha), tomou proporções maiores em 2011, elevando consideravelmente o nível de incerteza entre os agentes econômicos. O ajuste da economia dos países insolventes foi fortemente dificultado pela estrutura da Zona do Euro enquanto União Monetária, a qual retira a autonomia das políticas monetária e fiscal dos países-membros. Assim, as perspectivas de ajuste da economia européia, rearranjadas em função dos planos de resgate acordados com o FMI, levaram a revisões mais pessimistas acerca da trajetória do crescimento mundial. No entanto, a despeito da tendência de desaceleração econômica no mundo, o governo brasileiro mantém o ajuste fiscal durante 2011. Em agosto, após perceber a gravidade da mudança no cenário externo, o Banco Central finalmente reverte a direção da política monetária e passa a reduzir rapidamente a taxa básica de juros. Em novembro, o governo começa a reverter igualmente as medidas macroprudenciais.

No entanto, antes disso, as medidas macroprudenciais diminuíram substancialmente a taxa de crescimento real do crédito às pessoas físicas de 11,59% em 2010 para 5,87% em 2011 (SERRANO & SUMMA, 2012, p. 9). Tais medidas, junto com a elevação da taxa de juros básica, levaram ao aumento nos juros e no *spread* do crédito ao consumidor e, em última instância, representaram a reversão da política de crédito expansiva de 2009, tão significativa para a recuperação no pós-crise. As medidas foram revertidas somente em novembro quando o Banco Central percebe a gravidade da desaceleração em curso na economia brasileira e começa a temer os efeitos da crise na Zona do Euro.

Como consequência, as medidas macroprudenciais conseguiram reduzir o crescimento do consumo em geral (e especialmente de bens duráveis), mas não tiveram efeito sobre a dinâmica da inflação, associada em grande parte à mudança no preço internacional das commodities. Outro efeito suscitado pelas medidas de controle de crédito foi o aumento da taxa de inadimplência no Brasil. O simultâneo encarecimento e a redução da disponibilidade do crédito pessoal, num momento de desaceleração do crescimento da renda, aumentaram

rapidamente o serviço da dívida sobre a renda mensal a partir do início de 2011. Como consequência, a taxa de inadimplência das pessoas físicas aumentou substancialmente a partir do ano seguinte, de 5,83% no primeiro trimestre de 2011 para 7,8% no segundo trimestre de 2012 (SERRANO & SUMMA, 2012).

O alcance da meta “cheia” do superávit primário, objetivo traçado para 2011 pela equipe econômica do governo, só foi possível mediante uma forte redução do crescimento dos gastos públicos. Os gastos em consumo do governo, que cresceram em média 3,5% no período 2004-10 e que haviam crescido 4,2% em 2010, cresceram apenas 1,9% em 2011 (tabela 1). O dado contábil que merece maior destaque, porém, é o do investimento público, tanto do governo quanto das empresas estatais federais em 2011. O investimento da Administração Pública, que teve uma taxa de crescimento anual média de 14,8% no período 2004-2010, teve uma **queda** real de 11% em 2011. Os cortes foram tão profundos que houve redução **nominal** destes investimentos. Já o investimento feito pelas empresas estatais, que teve crescimento médio de 15% no período 2004-2010, apresentou **queda** de 5,9% em 2011.

As políticas contracionistas vigentes durante a maior parte de 2011 na área monetária, fiscal e de crédito impediram de fato o maior crescimento da demanda agregada e assim, representaram um obstáculo à indução do investimento privado. Com vistas a estimular o investimento privado, contudo, o governo implementa em junho uma série de medidas com o intuito de consolidar um mercado de capitais de longo prazo. A Lei nº 12.431/11 contempla uma série de incentivos tributários à criação de fundos de investimento e flexibiliza os requerimentos para emissão de títulos corporativos, sobretudo para o financiamento de projetos de infraestrutura.

O lançamento do Plano Brasil Maior em agosto de 2011 também reflete o esforço do governo em impulsionar o investimento. Com medidas de estímulo ao crescimento e à competitividade industrial, o programa contempla a restituição de impostos a firmas exportadoras de manufaturados, antecipação da restituição de impostos incidentes sobre a aquisição de bens de capital, concessão de preferência nas compras governamentais, ampliação dos recursos para projetos em inovação pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep) e pelo BNDES e prorrogação da redução do IPI sobre bens de capital, material de construção, caminhões e veículos comerciais leves.

O controle da inflação, diagnosticada erradamente em 2010 como fruto de um choque de demanda, encontrou obstáculos durante 2011. A instabilidade gerada pela crise na Zona do Euro levou a uma saída súbita de capitais do Brasil em agosto e a partir de então, tem havido uma tendência à desvalorização cambial (gráfico 1). A subida dos preços internacionais das commodities, iniciada em 2010, continuou até meados de 2011, quando a economia mundial desacelera. Desta forma, apesar da grande queda do crescimento da demanda e do produto entre 2010 e 2011 (ver conclusão desta seção), a inflação aumenta de um ano para outro por efeito dos preços das commodities e do câmbio. Apesar de a inflação continuar acima do centro da meta em agosto, o Banco Central reverte a direção da política monetária e começa a reduzir a taxa básica de juros, numa tentativa de conter a desaceleração econômica no Brasil. A rápida queda dos preços internacionais das commodities no final de 2011 é suficiente, apesar da desvalorização cambial, para que a inflação de 2011 termine exatamente no limite superior da meta, em 6,5% (SERRANO & SUMMA, 2012, p. 24).

Ainda como reflexo do compromisso contracionista assumido pelo governo no final de 2010, o salário mínimo em 2011 teve aumento real de apenas 0,37%, o menor avanço desde 2003 (OLIVEIRA, 2011). Apesar disso, as transferências de assistência e previdência social (TAPS), que são vinculadas legalmente ao salário mínimo, cresceram 4,7% em valor deflacionado no ano de 2011, apontando para a possível ocorrência de um aumento na cobertura das TAPS (tabela 1). As transferências de renda durante 2011, portanto, figuraram como importantes sustentáculos do consumo. “Por se dirigirem a uma ampla parcela da população de menor renda, com elevada propensão a consumir, possuem um potente efeito multiplicador sobre o PIB e efeito redistributivo sobre a renda” (HERMANN & GENTIL, 2013, p.19).

O balanço dos indicadores econômicos de 2011 não é muito animador, no qual se observa a taxa de crescimento do PIB de 2,7%, bastante inferior à projeção de expansão de 5% do governo no início do ano. A combinação de políticas fiscais, de crédito e monetárias restritivas levou a uma rápida redução do ritmo de crescimento da demanda interna, tão decisiva para o crescimento observado em 2010. Enquanto em 2010 o consumo privado cresceu 6,9%, em 2011 essa taxa de crescimento baixou para 4,1%. Por sua vez, o investimento em capital fixo da economia brasileira reduziu drasticamente seu ritmo de crescimento em 2011. Depois de crescer em média 9,2% entre 2004 e 2010 e do crescimento elevado de 21,3% em 2010, a taxa de crescimento real da formação bruta de capital fixo cai

para apenas 4,7% em 2011. A queda mais drástica do crescimento foi no investimento total em máquinas e equipamentos (agregado que inclui muitos dos investimentos das empresas estatais). O investimento em máquinas e equipamentos, que vinha crescendo a um ritmo médio de 13,1%, e que cresceu 30,4% durante 2010, cresce apenas 6% no ano de 2011 (tabela 1).

Pelo lado da oferta, o crescimento da produção da indústria, que alcançou a notável marca de 10,4% em 2010, caiu drasticamente para 1,6% em 2011. A principal causa da queda do crescimento da produção da indústria foi a grande redução do crescimento do investimento em 2011, especialmente no componente máquinas e equipamentos, tanto privado quanto estatal. Como o estoque de capital é ajustado de acordo com a tendência de crescimento da demanda, pode-se dizer que o investimento em bens de capital foi baixo em 2011 em função do arrefecimento da demanda ao longo do ano. Em 2011, a taxa de crescimento do PIB da agropecuária foi de 3,9%, contra 6,3% em 2010, e o PIB de serviços cresceu 2,7%, contra 5,5% em 2010.

No que diz respeito às contas externas, apesar do superávit na balança comercial, o país encerra 2011 com déficit nas transações correntes. Apesar disso, de maneira semelhante a 2010, o resultado global do balanço de pagamentos foi superavitário pelo expressivo ingresso líquido de capitais externos, que cobriu com larga folga a diferença entre despesas e receitas relativas a comércio, serviços, remessas de renda e transferências unilaterais, lista que compõe a conta de transações correntes (gráfico 5).

Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos 2004-2012

Ano	PIB*	Agropecuária*	Indústria*	Serviços*	Consumo das Famílias*	TAPS**	Consumo do governo*	FBCF das administrações públicas***	FBCF das empresas estatais federais***	FBCF Total*	FBCF Máquinas e Equipamentos*	Exportações*	Importações*
2004	5,70%	2,32%	7,89%	5,00%	3,80%	5,90%	4,09%	12,25%	-4,31%	9,10%	13,10%	15,30%	13,30%
2005	3,20%	0,30%	2,08%	3,68%	4,50%	6,44%	2,30%	3,85%	4,88%	3,60%	5,70%	9,30%	8,50%
2006	4,00%	4,80%	2,21%	4,24%	5,20%	9,64%	2,58%	31,17%	3,35%	9,80%	14,50%	5%	18,50%
2007	6,10%	4,84%	5,27%	6,14%	6,10%	8,79%	5,13%	-3,97%	19,79%	13,90%	22%	6,20%	19,90%
2008	5,20%	6,32%	4,07%	4,93%	5,70%	4,28%	3,17%	30,33%	32,75%	13,60%	18,30%	0,60%	15,40%
2009	-0,30%	-3,11%	-5,60%	2,12%	4,40%	8,44%	3,11%	2,56%	28,35%	-6,70%	-12,50%	-9,10%	-7,60%
2010	7,50%	6,33%	10,43%	5,49%	6,90%	6,25%	4,23%	34,12%	18,24%	21,30%	30,40%	11,50%	35,80%
2011	2,70%	3,90%	1,58%	2,73%	4,10%	4,66%	1,93%	-11,41%	-5,87%	4,70%	6%	4,50%	9,80%
2012	0,90%	-2,14%	-0,76%	1,88%	3,22%	6,31%	3,33%	5,70%	17,59%	-4%	-9,10%	0,48%	0,20%
Taxa de Crescimento Média 2004-10 (1)	4,50%	3,11%	3,76%	4,51%	5,20%	7,11%	3,52%	14,80%	15,00%	9,20%	13,10%	5,50%	14,80%
Taxa de Crescimento Média 2011-12 (2)	1,80%	0,88%	0,41%	2,31%	3,66%	5,49%	2,63%	-2,86%	5,86%	0,35%	-1,55%	2,49%	5,00%
Diferença entre (2) e (1)	-2,70%	-2,23%	-3,35%	-2,20%	-1,54%	-1,62%	-0,89%	-17,66%	-9,14%	-8,85%	-14,65%	-3,01%	-9,80%

Fonte: *IBGE. Variação real. **Elaboração própria a partir dos dados de (IPEA, 2013a). Variação real. *Baseado em (SANTOS, 2013). Variação real.**

4.3. O ano de 2012

Em 2012, a desaceleração da economia mundial permanece como elemento desafiador para o crescimento da atividade econômica no Brasil. Os últimos meses mostram certa estabilização da situação na Europa, com redução dos riscos associados a uma ruptura do euro, mas a região continua a enfrentar uma fase de baixo crescimento, com a existência de incertezas sobre o ritmo do ajuste dos países periféricos. Esse quadro, associado à desaceleração da economia chinesa e a dificuldades enfrentadas por outros países emergentes, levou a revisões mais pessimistas acerca do crescimento da economia mundial.

A busca do governo em exercer maior influência sobre o nível de crescimento da economia é verificada no final de 2011, com a implementação de políticas mais expansivas na área monetária e de crédito. O governo dá início a um ciclo de redução da taxa básica de juros a partir de agosto de 2011 e começa a reverter as medidas macroprudenciais de crédito a partir de novembro do mesmo ano. Neste mês ocorre a redução das exigências de capital por parte dos bancos para empréstimos de curto e médio prazo. Em dezembro de 2011, a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) é reduzida de 3% para 2,5% e, em maio de 2012, para 1,5% (taxa anterior à adoção das medidas macroprudenciais). Em setembro de 2012, a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos a vista foi reduzida de 6% para zero, aumentando a tendência de oferta de crédito pelos bancos. A alíquota incidente sobre os depósitos à prazo foi reduzida de 12% para 11%. Entre as medidas de corte de crédito, a única que não foi revertida refere-se ao percentual mínimo de pagamento da fatura do cartão crédito (15%).

Em adição à reversão de medidas macroprudenciais, o governo federal procurou estimular o crédito por meio dos bancos públicos, de maneira semelhante ao que fez no pós-crise de 2008. Com efeito, o crédito concedido pelos bancos públicos cresceu 27,9% em 2012, frente à taxa de 23,8% em 2011 (ALVES, 2013). Em contraposição, houve desaceleração da taxa de crescimento do crédito das instituições privadas nacionais, de 15,6% em 2011 para 6,8% em 2012.

Outro movimento importante do governo foi no sentido de pressionar a redução das taxas de juros para empréstimo ofertadas pelos bancos públicos. Em abril, o Banco do Brasil e a Caixa Federal reduziram as taxas de juros para consumidores e pequenas e micro empresas.

Entre abril e setembro de 2012, o BB reduziu seus spreads de operações de crédito a pessoas físicas e para capital de giro em 16,7% e 23,8%, respectivamente, enquanto a Caixa promoveu uma redução de 19,7% e 43,8%, respectivamente (DE MELO MODENESI, 2013, p. 174). Esses movimentos foram acompanhados, ainda que com menor intensidade, pelos bancos privados, o que contribuiu para uma significativa e generalizada redução dos spreads e do custo do crédito.

O governo também utilizou um conjunto de instrumentos de política fiscal voltados para estimular o crescimento econômico. Entre os mecanismos de incentivo ao consumo, verificamos as políticas de desonerações tributárias, que reduziram o IPI em diversos setores do varejo. Para os produtos de linha branca, o benefício foi anunciado em dezembro de 2011. No caso dos móveis, a redução do IPI começou a valer a partir de março de 2012 e no caso dos automóveis, a partir de maio. As alíquotas permaneceram reduzidas durante o ano e só voltaram a subir no começo de 2013. Além de contar com as desonerações tributárias, os consumidores contaram com o aumento real do salário mínimo de 7,6%, contra o aumento de apenas 0,37% de 2011 (ARAÚJO, 2013).

No que diz respeito aos mecanismos fiscais de incentivo ao investimento e à indústria, foi adicionada ao rol de medidas de cunho tributário do Plano Brasil Maior a desoneração da folha de pagamento de 25 setores com a Lei 12.715/12, no mês de setembro. Pela nova regra, os segmentos escolhidos deixam de pagar 20% da contribuição previdenciária sobre a folha de salários para passar a recolher entre 1% e 2% sobre o faturamento. Esse pacote visa reduzir o custo de mão-de-obra e estimular o emprego, mas, sobretudo, fortalecer a competitividade das empresas brasileiras no exterior, de forma a compensar a desvantagem cambial.

Conclui-se que o governo, dadas as dificuldades administrativas em retomar o crescimento do investimento público, busca estimular o investimento no âmbito privado através da redução de custos e do aumento nas margens de lucro. “Mas para a imensa maioria das firmas que tem margens de lucro correntes acima do mínimo viável, aumentos adicionais nas margens tendem a não ter efeito nenhum sobre suas decisões de investimento” (SERRANO & SUMMA, 2012, p.21). As decisões de empregar mais mão-de-obra e de investir em capital fixo dependem mais ativamente da rentabilidade esperada do investimento, isto é, da perspectiva de crescimento contínuo da demanda, do que de aumentos na margem de lucro corrente. Por sua vez, as medidas de 2012 referentes à expansão do consumo, em tentativa de

aumentar a demanda, são marcadas por incentivos tributários localizados e de duração incerta, de tal forma que o consumo é estimulado durante o período de vigência das desonerações, mas não é assegurado no futuro. Em suma, os incentivos tributários e subsidiários dados ao investimento têm influência limitada sobre as decisões de investimento (ao contrário do investimento público), embora sejam eficazes no sentido de impedirem eventuais demissões e o fechamento de empresas à beira da inviabilidade.

Ainda com o objetivo de estimular o crescimento do investimento no país, o governo inaugurou em junho o PAC-equipamentos. O programa prevê compras governamentais de caminhões e tratores pelo governo, aumentando de forma direta e imediata a demanda. No entanto, o valor total destas encomendas é de apenas 0,2% do PIB.

Em agosto, o governo anuncia o ambicioso Plano Nacional de Logística Integrada (PNLI), que prevê concessões nos setores rodoviário, ferroviário, portuário e aeroportuário, com condições de financiamento muito favoráveis aos empresários. Na ocasião de lançamento do Plano, foi lançado o “Programa de Investimentos em Logística: Rodovias e Ferrovias”, que determina a concessão de 7,5 e 10 mil quilômetros de rodovias e ferrovias, respectivamente. No início de dezembro, foi lançado o programa referente à logística do setor portuário, com o objetivo de atrair investimentos privados para o setor, modernizar e aumentar a eficiência dos terminais portuários. No final de dezembro, foi a vez do lançamento do pacote de medidas relativas à logística aeroportuária, visando principalmente a melhora da qualidade de serviços e da infraestrutura aeroportuária, a ampliação da oferta do transporte aéreo à população brasileira e o fortalecimento da rede de aviação regional. O programa também autoriza a concessão dos aeroportos do Galeão (RJ) e de Confins (MG), que veio a ser realizada em novembro 2013.

A concessão é uma delegação de serviço, via contrato de execução, de forma autorizada e regulamentada pelo poder executivo, à iniciativa privada. Pelas diretrizes do PNLI, as empresas concessionárias são selecionadas em leilões públicos nos quais a vencedora é aquela que oferecer menor tarifa pelo serviço. O plano de logística impõe o cumprimento de prazos de entrega e de metas de qualidade na prestação dos serviços. Contudo, a delegação de serviços de utilidade pública a administradores privados está sujeita ao frágil aparato regulatório do país, e portanto, suscetível ao abuso de poder econômico de empresas privadas e a ineficiências sistêmicas. Muitas vezes a empresa concessionária vencedora oferece a

menor tarifa de serviço no leilão, mas acaba por apresentar dificuldades na entrega do serviço ou durante a execução, resultando na negociação de aditivos ao contrato. Além disso, a possibilidade de se autorizar concessões a empresas estrangeiras implica o vazamento de renda para o exterior via remessa de lucros, comprometendo o balanço de pagamentos.

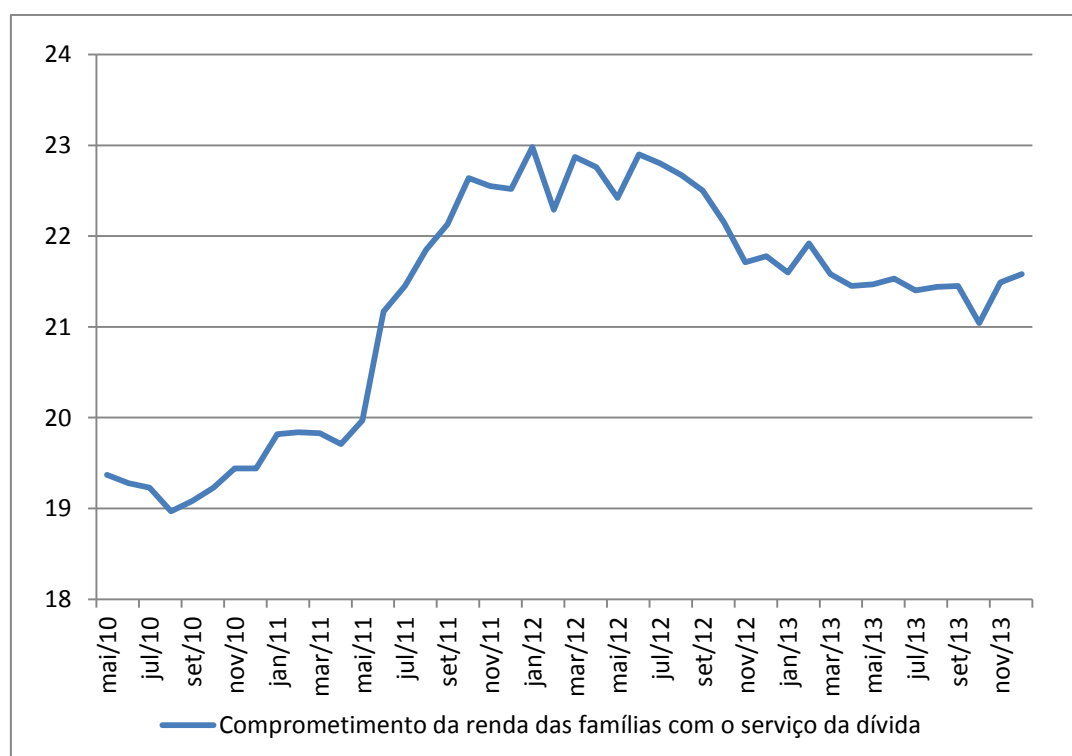
No cenário monetário, o índice de preços em 2012 foi exposto a importantes elementos de pressão altista. Os alimentos sofreram choque de oferta negativo por conta de problemas climáticos no país e por quebras de safra no exterior, o que levou o Índice de Preços ao Produto Amplo (IPA) agrícola a registrar alta de 17,1% no acumulado do ano até outubro (IPEA, 2012b). Os preços dos serviços, especialmente aqueles mais intensivos em trabalho, vêm mostrando uma variação persistentemente acima da média há vários anos, provavelmente como reflexo do aquecimento do mercado de trabalho e da elevada demanda por serviços. Finalmente, a desvalorização da taxa de câmbio observada desde o início de 2011, da ordem de 27% em termos nominais e de mais de 20% em termos reais (a depender do índice utilizado), constituiu outro fator de pressão sobre os preços (IPEA, 2012b).

A inadimplência do consumidor cresceu 15% em 2012, de acordo com indicador da Serasa Experian. O aumento foi influenciado pelo alto comprometimento da renda das pessoas físicas com o serviço das dívidas contraídas em 2011, ano marcado pelas medidas macroprudenciais, que elevaram o custo do crédito. Assim, o encarecimento do crédito tende a elevar o comprometimento da renda com o serviço da dívida e por fim, elevar o nível de inadimplência. Contudo, a reversão das medidas macroprudenciais, iniciada em novembro de 2011, tende a reduzir o custo do crédito e assim, contribuir para a melhora do índice de inadimplência. De acordo com os dados do Banco Central, o comprometimento da renda das famílias com o pagamento de prestações foi de 21,78% em dezembro, fatia que recuou ante os mais de 22% registrados no começo do ano – em janeiro, por exemplo, comprometimento da renda com o serviço da dívida chegou a 22,98% (gráfico 6).

A economia brasileira fechou 2012 com um crescimento de 0,9%, resultado que ficou muito longe dos 4% esperados pelo governo no final de 2011. Pelo lado da demanda, o consumo das famílias desacelerou e subiu 3,2%, o pior desempenho desde 2003 (tabela 1). O resultado foi influenciado pelo comprometimento da renda familiar com prestações, que levou o consumidor a evitar novas compras e regularizar suas pendências com a ajuda da queda nos juros. Já a despesa do consumo do governo avançou 3,3%, uma considerável melhora em

comparação aos 1,9% de 2011. Por outro lado, como se não fosse lamentável o suficiente a desaceleração drástica do crescimento da Formação Bruta do Capital Fixo em 2011 (de 21,3% para 4,7%), este indicador apresentou **queda** de 4% em 2012. A FBCF pública cresceu 5,7% no ano, o que indica que a variação da FBCF privada exerceu grande influência na queda de 4% da FBCF total. Isto torna evidente a ineficácia das políticas tributárias no incentivo ao investimento privado. A FBCF total, contudo, apresentou melhora no quarto trimestre e subiu 0,5% ante o trimestre anterior, quebrando uma sequência de quatro quedas seguidas nessa análise.

Gráfico 6 – Comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional (%) – Com ajuste sazonal



FONTE: BACEN.

Pelo lado da oferta, o desempenho do PIB foi puxado pelo setor de serviços, que avançou 1,9%. Os demais setores exerceram influência negativa sobre o crescimento do PIB. A agropecuária e a indústria sofreram **quedas** na taxa de crescimento, de 2,1% e de 0,8%, respectivamente. A queda de produção na agropecuária foi influenciada principalmente pelos problemas de clima e pela queda no preço das commodities. O resultado negativo da indústria

reflete a situação do investimento (público e privado) no Brasil, que é o componente da demanda agregada que sofre maior redução em sua taxa de crescimento desde 2011.

A situação das contas externas brasileiras permanece confortável. O déficit em conta corrente tem sido mantido razoavelmente estável na casa de US\$ 50 bilhões ao ano (a.a.), financiado por fluxos de investimento direto. A balança comercial ainda registra um superávit elevado, a despeito da queda dos termos de troca ao longo do ano e da forte desaceleração do comércio mundial. A manutenção de bons resultados na conta financeira permitiu o financiamento total do déficit em transações correntes (v. gráfico 5).

4.4. O ano de 2013

Entre o início e o final de 2013, a evolução dos indicadores da economia mundial sugere uma recuperação do nível de atividade. A União Europeia dá sinais de estar abandonando o processo recessivo e conta com a melhoria dos indicadores fiscais e externos das economias periféricas. Os Estados Unidos registram razoável desempenho do produto interno bruto (PIB) ao longo do ano e o mercado de trabalho mostra maior força, propiciando redução da taxa de desemprego. O crescimento da China parece ter-se estabilizado na faixa entre 7,5% e 8%, afastando, pelo menos por hora, a previsão de um desaquecimento mais forte.

O comportamento dos preços na primeira metade de 2013 surpreendeu negativamente. No início de 2013, a inflação acumulada em doze meses era de 6,1% (medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA) e a expectativa era de uma desaceleração no nível de preços, em especial dos alimentos, no primeiro trimestre do ano. No entanto, a despeito do fato de que, no atacado, a trajetória de queda nos preços dos alimentos tenha de fato ocorrido desde o fim de 2012, tal repasse só chegou ao varejo no segundo trimestre e em intensidade menor que a esperada. Adicionalmente, a resiliência da inflação de serviços, a baixa ociosidade no mercado de trabalho e a depreciação da taxa de câmbio contribuíram para a manutenção de uma inflação acumulada em doze meses em torno do limite superior da banda de tolerância (6,5%) (IPEA, 2013b). A percepção desta piora no comportamento inflacionário gerou não apenas uma elevação das expectativas de mercado para a inflação futura, mas também uma reversão da política de juros praticada pelo Banco Central. Em abril

de 2013, após a inflação ter atingido uma taxa de variação superior ao teto da meta em março de 2013, o BC inicia o processo de desmonte dos estímulos monetários, elevando a meta em 25 pontos base.

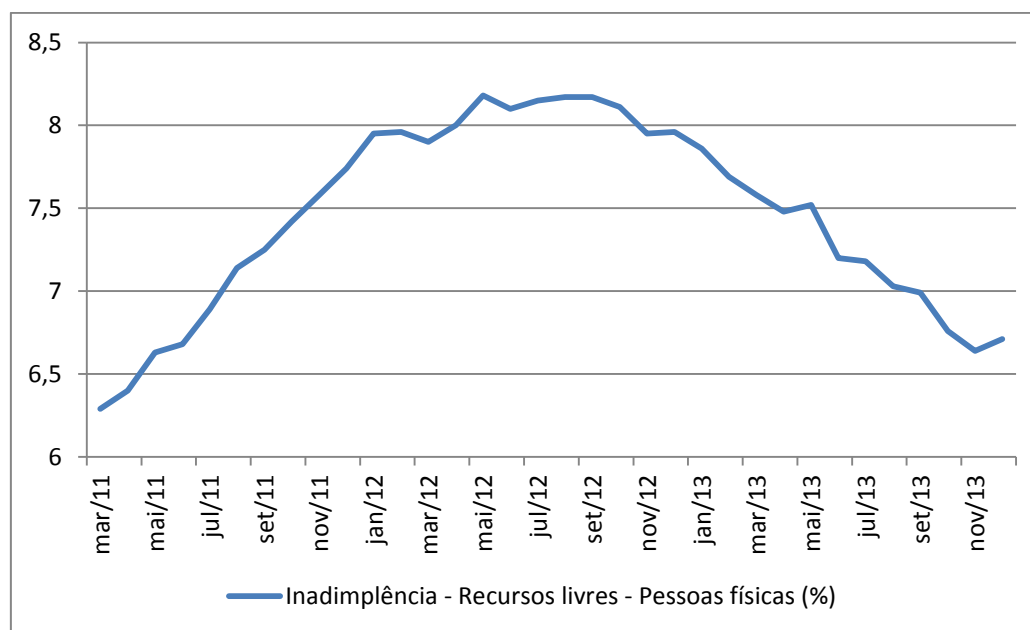
A expansão do crédito em 2013 se deu a um ritmo menor do que em 2012, registrando taxa de crescimento de 14,8% frente a 16,4% em 2012 (BACEN, 2012 e 2014). As instituições privadas, somando nacionais e estrangeiras, que vinham registrando uma contribuição cada vez menor para a aceleração do crédito desde abril de 2011, voltaram a crescer somente em setembro de 2013, com contribuição de 3,5 p.p. (IPEA, 2013b). No que diz respeito ao crédito das instituições públicas, sua expansão se deu a um ritmo menor em 2013, mas continuou a liderar a contribuição para o crescimento do saldo do sistema financeiro. O período de aceleração mais forte do crédito pelas instituições públicas, segundo relatório do IEDI (2013) foi de novembro de 2011 a junho de 2012. A partir de então, a expansão real em 12 meses do crédito dos bancos públicos manteve-se no patamar de 20%, perdendo um pouco de ritmo em agosto e setembro de 2013, quando recuou para 19,5% a.a.

A inadimplência, tanto para pessoa física quanto jurídica apresentou tendência de queda em 2013, não obstante a elevação dos juros e dos spreads. A taxa de inadimplência mais acompanhada, a de pessoas físicas com recursos livres, registrou quedas consecutivas desde maio, caindo de 7,5% para 6,6%, taxa referente ao mês de novembro de 2013 – no final de 2012, essa taxa estava em torno de 7,9% (gráfico 7). O comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida apresentou relativa estabilidade nos últimos três meses de 2013, mas é observado nesse período um crescente aumento da parcela do comprometimento relativa aos juros, o que deteriora a perspectiva sobre o nível de inadimplência para 2014.

Em vista do ciclo de aperto monetário iniciado em abril e do menor ritmo de expansão do crédito público, o papel de estimular a atividade econômica em 2013 ficou reservado à política fiscal. É nesse sentido que devemos interpretar as alterações na legislação pertinente ao orçamento de 2013, realizadas na direção da atenuação do esforço fiscal. A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2013 (Lei no 12.708, de 17 de agosto de 2012, posteriormente, alterada pela Lei no 12.795, de 2 de abril de 2013) garante que a meta “cheia” do superávit primário seja descontada em até R\$ 65 bilhões, com o intuito de financiar os investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e do Programa Brasil Sem Miséria (BSM) e parte das desonerações tributárias anunciadas pelo governo para 2013. Além

disso, determina a retirada da obrigatoriedade de o Governo Central compensar a não realização da meta de resultado primário prevista para os estados, Distrito Federal e municípios, objetivando abrir espaço para que os entes subnacionais realizem maiores investimentos públicos.

Gráfico 7 – Inadimplência – Recursos livres – Pessoas Físicas (%)



FONTE: BACEN.

A legislação pertinente ao setor portuário também sofreu alteração em 2013, numa tentativa de elevar o investimento em infra-estrutura no país. Promulgada em junho, a lei 12.815, conhecida como nova Lei dos Portos, tem como objetivo alavancar os investimentos privados no setor e modernizar os terminais, a fim de baixar os custos de logística e melhorar as condições de competitividade da economia brasileira. Entre as medidas mais importantes, a nova lei permite a contratação, em terminais privados, de funcionários independentes, isto é, que não estejam vinculados ao Órgão Gestor de Mão de Obra (Ogmo), resultando em menores custos para a iniciativa privada (MENESES, 2013). Por fim, o novo marco regulatório dos portos prevê a concessão de novas áreas portuárias à iniciativa privada por meio de autorizações aos investidores. Em dezembro, o governo autorizou a construção de 5 terminais de uso privativo (TUP).

Ainda com relação à promoção de investimentos na área de infraestrutura, o governo federal chega ao final de 2013 com avanços no Programa de Investimento em Logística (PIL), anunciado em agosto de 2012. Entre setembro e dezembro, o governo conseguiu leiloar 5 dos 9 trechos de rodovias previstos no programa. Entre os leilões, verificamos o do trecho da BR-050 entre Goiás e Minas Gerais, o da BR-163, em Mato Grosso, um lote com trechos das BRs-060/153/262, entre Brasília e Betim (MG), o da BR-163 no Mato Grosso do Sul e o da BR-040, entre Brasília e Minas Gerais. No que diz respeito ao pacote do PIL para o setor aeroportuário, o governo autorizou a concessão de Galeão (RJ) e Confins (MG), leiloados em novembro, e o investimento de R\$ 7,3 bilhões em 270 aeroportos de médio e pequeno porte. A terceira medida integrante do pacote, que consistia num plano de incentivo para a aviação regional, contudo, não foi executada. O plano previa subsídio de passagens e isenção de tarifa em aeroportos com até 1 milhão de passageiros ao ano. Por fim, em adição aos leilões na área de infraestrutura, o governo leiloou e autorizou a concessão do campo petrolífero de Libra em outubro, o primeiro acordo a regulamentar a exploração de petróleo e gás natural na camada pré-sal.

O pacote do PIL para o setor ferroviário não foi implementado em 2013 e entre as medidas de melhoria anunciadas para o setor portuário, somente aquela referente à promulgação da nova Lei dos Portos foi cumprida. Para o setor ferroviário era previsto o leilão da construção de 10 mil quilômetros de novas ferrovias no país, com investimentos de R\$ 91 bilhões. Ao longo de 2013, porém, nenhum trecho de ferrovia foi leiloado. Já para o setor portuário eram previstas a concessão de 5 portos públicos (Manaus (AM), Porto Sul (Bahia), Águas Profundas (ES), Ilhéus (BA) e Imbituba (SC)) e a relicitação de 98 terminais em portos públicos arrendados à iniciativa privada. Tanto o modal ferroviário como portuário são considerados essenciais para o escoamento da produção brasileira e para o aumento da competitividade no cenário internacional.

A conjuntura econômica de 2013 não foi favorável às contas externas do país, tanto por fatores relacionados à economia mundial quanto por fatores domésticos. Em 2013, as entradas de capital tornaram-se insuficientes para cobrir o déficit em transações correntes, de forma que o saldo geral do balanço de pagamentos (BP) tornou-se negativo pela primeira vez desde meados de 2009, quando o país sofria os efeitos da crise financeira internacional. O saldo do BP tornou-se negativo em junho e depois, novamente, em agosto, permanecendo negativo até dezembro (gráfico 5). Tal comportamento deve-se ao aumento do déficit em transações correntes devido, principalmente, à deterioração do saldo comercial e em segundo, à

estabilização das entradas líquidas de capital em níveis inferiores aos que se observaram nos anos anteriores (IPEA, 2013b).

A deterioração da balança comercial se dá com a combinação de baixo crescimento do quantum de exportações com aumento do quantum importado. A limitação da capacidade de crescimento das exportações obedece a fatores conjunturais importantes, destacadamente a piora da balança comercial de petróleo. Também contribuíram para o baixo crescimento das exportações a queda, ainda que moderada, dos preços das commodities, e as dificuldades estruturais para expandir as exportações de bens industrializados. Adicionalmente, as importações cresceram a um ritmo imaginável, como reflexo da retomada da atividade doméstica, e também pressionadas pela maior aquisição de petróleo e derivados e de bens intermediários. O ponto positivo é que de agosto para dezembro a balança mostrou sinais sólidos de recuperação, com retomada das exportações e certa estagnação dos níveis de importação.

A redução dos fluxos de capital, por sua vez, esteve associada a dois fatores: a queda do saldo líquido da captação de empréstimos e financiamentos de médio e de longo prazo, que se tornou negativo no período janeiro-outubro, e o aumento da saída de capitais brasileiros para aquisição de ativos no exterior (IPEA, 2013b). Os fluxos de capital para o país foram diretamente afetados pela incerteza acerca da direção da política monetária americana em 2013. As especulações acerca do início da retirada dos estímulos monetários (*tapering*) trouxeram instabilidade para o mercado, refletindo-se em aumento das taxas de juros americanas de longo prazo (IPEA, 2013b). A mudança na composição dos fluxos de capital se deu especialmente a partir de maio, quando o presidente do Federal Reserve anunciou que a autoridade monetária começaria, em breve, a retirada dos estímulos monetários. Iniciou-se, portanto, um processo global de realocação de portfólios que levou à desvalorização das moedas de países emergentes. O BC dos EUA finalmente anuncia a redução gradual dos estímulos monetários em dezembro, com efetivação da medida a partir de janeiro de 2014.

No balanço dos indicadores econômicos de 2013, encontramos avanços e retrocessos. O PIB cresceu 2,3% puxado, pelo lado da demanda, pela formação bruta de capital fixo, e pelo lado da oferta, pela agropecuária. A FBCF teve alta de 6,3%, resultado bastante positivo relativamente à queda de 4% na taxa de crescimento do indicador em 2012. Já o consumo das

famílias cresceu 2,3%, a menor taxa de expansão desde 2003. O consumo da administração pública também apresentou desaceleração na taxa de crescimento: em 2013 cresceu 1,9% contra 3,3% em 2012. Pela ótica da oferta, o que puxou a economia brasileira foi a agropecuária, com expansão de 7% – a maior da série histórica, iniciada em 1996. Em contraste, a indústria cresceu apenas 1,3%, expondo a deficiência de atuação do governo na determinação da indústria como setor estratégico para o crescimento econômico.

5. Síntese e observações gerais

A consagração do chamado “tripé” da política econômica reflete uma significativa mudança na percepção do papel da política fiscal para o crescimento econômico. Neste modo de gestão da política macroeconômica, a política monetária é responsável por manipular a demanda agregada e manter a estabilidade de preços por meio da taxa de juros e de câmbio, enquanto que à política fiscal cabe garantir a estabilidade da trajetória da dívida pública. A gestão econômica, pensada nesses termos, oferece pouco espaço para a atuação da política fiscal – instrumento central para o crescimento da demanda agregada – e acaba por reduzir seu papel a mera âncora do regime macroeconômico. Assim, os pilares sobre os quais se encontra a gestão econômica no Brasil restringem o poder discricionário das autoridades em relação à política fiscal e, conseqüentemente, trazem importantes desdobramentos para a trajetória de crescimento econômico no país.

A despeito do *modus operandi* da política econômica no país, o resultado do PIB sofre a influência positiva do cenário externo a partir de 2003. A retomada do crescimento econômico mundial e dos fluxos de capital no mercado internacional elevou a demanda externa e os preços de *commodities* exportadas pelo Brasil. Por sua vez, a melhora das condições da liquidez internacional e a redução dos juros nos EUA permitiram, de um lado, a redução dos spreads da dívida soberana do Brasil – resultando na melhora do balanço de pagamentos – e de outro, a redução da taxa de juros interna sem que houvesse o comprometimento do processo de apreciação contínua da taxa de câmbio – possibilitando o crescimento de investimentos e o controle da inflação. Diante do grande alívio da restrição externa e da atratividade do fluxo de capitais externos, o governo encontra as bases econômicas para a implementação de políticas mais pragmáticas para estimular o crescimento

a partir de 2006 – isto é, tanto a política monetária quanto a fiscal passam a ser administradas de forma mais frouxa.

A atuação anticíclica do governo frente à crise financeira de 2008 traduziu-se na maior flexibilização das amarras impostas pelo regime de gestão da política econômica e apresentou-se como uma resposta de corte notadamente keynesiano. Não apenas a reorientação da política monetária e fiscal, mas a forte expansão do crédito público, reativaram a demanda interna e propiciaram taxas positivas de crescimento do PIB a partir do último trimestre de 2009. Ao mesmo tempo em que se verifica uma rápida recuperação da economia brasileira, ocorre uma rápida recuperação dos preços internacionais das commodities, responsável pela disseminação de pressões inflacionárias que o governo procura enfrentar – sem atacar sua causa – ao iniciar um ciclo de aumento da taxa básica de juros. No *front* fiscal, o governo assume o compromisso de cumprir a meta “cheia” do superávit primário para 2011 e dá início à contingência de suas despesas no começo do mesmo ano. Ambas condutas marcam o início do desmonte das diretrizes keynesianas que orientaram a recuperação econômica no pós-crise. Isto torna-se mais evidente à luz de que a Lei de Diretrizes Orçamentárias de cada ano, desde 2009, permite o abatimento dos investimentos do PAC (entre outros) da meta de superávit primário.

As políticas econômicas implementadas em 2010 e 2011, ao verificarmos seus respectivos objetivos e os cabíveis indicadores econômicos, não obtiveram o sucesso esperado. Se o objetivo do ajuste fiscal era o de reduzir o risco país, a política fracassou, pois o risco país subiu de dezembro de 2010 para dezembro de 2011 de 189 para 208 pontos, por motivos estritamente ligados a situação de turbulência dos mercados financeiros internacionais. Se por outro lado, o objetivo da política monetária era o de reduzir as pressões inflacionárias, a política também fracassou, pois a inflação brasileira (IPCA) subiu de 5,9% em 2010 para 6,5% em 2011, confirmando que esta não é devida ao excesso de demanda agregada.

O risco país é um prêmio que diz respeito às dificuldades de pagamento de dívidas do país (tanto de agentes privados quanto públicos) em divisas estrangeiras, não em moeda local, o que torna curiosa a suposta análise por investidores estrangeiros da trajetória da relação dívida pública (doméstica)/PIB. “Como os investidores externos não são pagos em moeda doméstica, é mais razoável supor que estejam bem mais interessados na necessidade e na capacidade de o País gerar divisas — particularmente na taxa de crescimento das exportações

e na evolução do coeficiente de importações em relação à magnitude e aos prazos das obrigações externas que estão para vencer — do que na mítica razão dívida pública/PIB” (SERRANO, p. 7, 2001). Portanto, a política de corte de gastos que visa o cumprimento de metas de superávit primário, no intuito de reduzir o risco país e aumentar o fluxo de capitais estrangeiros para o país, não se mostra eficaz, dado a irrelevância da solvência interna (em oposição à relevância das contas externas) do Brasil para os investidores estrangeiros. Por outro lado, os detentores nacionais de títulos públicos não têm fundamentos para temer o calote da dívida interna denominada em sua própria moeda, visto que o risco técnico de default de um país que emite sua própria moeda é zero (v. Lerner, 1943).

Por outro lado, a inflação no Brasil não tem relação regular e definida com pressões da demanda agregada e, portanto, não deve ser enfrentada com o aumento da taxa básica de juros. A tendência de inflação, durante o período analisado no atual texto, sofreu a influência da variação dos preços internacionais das commodities e de quebras de safras agrícolas, mas subjacente a esta lógica, encontramos fatores de custo que explicam a predominância de pressões inflacionárias. Mais especificamente, “(...) a tendência efetiva da inflação no Brasil depende bastante das pressões de custo dos preços dos bens importados e exportáveis em dólares e da taxa de câmbio nominal, das mudanças nas regras dos preços monitorados, do impacto do rápido crescimento do salário mínimo (em termos nominais e reais) sobre alguns setores *non tradables* e intensivos em trabalho e não mais do que isso” (SERRANO & SUMMA, p. 5, 2011). No que diz respeito ao mercado de trabalho, se por um lado os aumentos salariais têm contribuído para a melhora da distribuição de renda, por outro, a estagnação da produtividade aponta para o aumento dos custos unitários salariais e, portanto, para a geração de pressões sobre preços. A obtenção de ganhos de produtividade, por sua vez, é dificultada pela existência de importantes gargalos estruturais no país.

Retomado o foco sobre as políticas econômicas, em 2011, o governo pôs fim ao ciclo altista da taxa de juros em agosto e reverteu as políticas macroprudenciais de crédito, iniciadas em dezembro de 2010, a partir de novembro. Em 2012, o governo anunciou desonerações tributárias em diversos setores do varejo e lançou o Plano Nacional de Logística Integrada (PNLI), que prevê concessões à iniciativa privada nos setores rodoviário, ferroviário, portuário e aeroportuário. Em 2013, o governo é responsável por avanços no PNLI no setor rodoviário e aeroportuário com o leilão de cinco rodovias e dois aeroportos,

além de beneficiar o setor portuário com a promulgação da nova Lei dos Portos. No que diz respeito à política monetária, o BC novamente deu início a um ciclo altista da taxa básica de juros em abril, em razão de um conjunto de fatores inflacionários. No tocante às contas externas, o saldo geral do balanço de pagamentos em 2013 tornou-se negativo pela primeira vez desde 2009 devido à deterioração do saldo comercial e à redução da entrada de capitais no país.

A desaceleração do ritmo de crescimento do PIB desde 2011, como visto, é consequência da combinação de diversos fatores atuantes em diversas áreas da economia. Contudo, ao observarmos os componentes do PIB, tanto pelo lado da demanda quanto da oferta, podemos constatar quais são aqueles que apresentaram a menor taxa de crescimento no período 2011-2012 e assim, discriminar os componentes que menos contribuíram para o crescimento do produto neste período.

O investimento público foi o componente da demanda que menos contribuiu para o crescimento do PIB no período 2011-2012, com queda de 2,86% na taxa de crescimento real. Ainda com respeito a esse componente, a diferença entre a taxa de crescimento real do período 2011-2012 e do período 2004-2010 atinge a incrível marca de (-)17,7%. Este resultado explica, em parte, a taxa de crescimento do investimento total. O investimento (FBCF) agregado cresceu apenas 0,35% no período 2011-2012. A diferença entre a taxa de crescimento do referido componente no período 2011-2012 e no período 2004-2010 é de (-) 8,8%. Pelo lado da oferta, a produção no setor industrial foi a que menos cresceu no período 2011-2012, com média de 0,41%. A diferença de crescimento desse componente entre o período 2011-2012 e o período 2004-2010 é de (-) 3,4%.

A reduzida taxa de crescimento do investimento total está fortemente associada à redução dos investimentos públicos a volumes inferiores aos observados no período que precede 2011. As taxas de crescimento do investimento das administrações públicas e das empresas estatais federais, em 2011, sofreram significativa queda de 11,4% e 5,9%, respectivamente. Em 2012, apesar do crescimento do investimento público nas duas categorias, (5,7% e 17,6%, respectivamente), o investimento total sofreu queda de 4% na sua taxa de crescimento – o que aponta para uma forte redução do investimento privado neste ano. O que aconteceu encontra respaldo na teoria de Keynes, que afirma que o investimento público, em razão da incerteza

presente na economia, desempenha importante papel na indução do investimento privado, obviamente com alguma defasagem.

O arrefecimento do investimento total, por sua vez, tem estreita relação com o declínio da atividade industrial. Um dos componentes do investimento que nos permite entender melhor o desempenho da indústria refere-se a máquinas e equipamentos, que mostra uma significativa trajetória de queda a partir de 2010 – a taxa de crescimento real passa de 30,4% em 2010 para 6% em 2011 e por fim, para a incrível marca de (-) 9,1% em 2012. Evidentemente, como as máquinas e os equipamentos são produzidos na indústria manufatureira – a exceção daqueles que são importados –, no curto prazo, sempre que a taxa de investimento em bens de capital cai, a produção industrial também tende a cair (SERRANO & SUMMA, 2012). Em resumo, a principal causa do declínio industrial é a desaceleração geral da demanda que atinge mais o setor industrial do que outros, porque foi o investimento (público e privado) o componente da demanda agregada que sofreu maior redução em sua taxa de crescimento desde 2011.

Os argumentos em defesa da importância da indústria para o crescimento econômico podem ser sintetizados nas “leis de Kaldor” (v. KALDOR, 1966 e 1970). O setor industrial, por apresentar importantes economias de escalas, associadas geralmente a mudanças tecnológicas, e em função da sua posição na matriz produtiva – é o setor que mais realiza trocas com os demais –, desempenha importante papel na geração de ganhos de produtividade e na disseminação destes ganhos para toda a economia. Com efeito, os setores com retornos crescentes de escala tendem sistematicamente a apresentar um nível de produtividade mais elevado, o que confere à indústria o *status* de “motor” do crescimento econômico.

No Brasil, além de não contar com a expansão da demanda, a indústria enfrenta sérios problemas como a existência de gargalos associados à infraestrutura, o complexo sistema tributário e o baixo nível de escolaridade e capacitação da população, que tem por consequência a baixa produtividade média da força de trabalho. “A mudança do eixo dinâmico do comércio brasileiro, da Europa e Estados Unidos para a China, com a qual a complementariedade resume-se cada vez mais às matérias-primas, somada a um regime macroeconômico adverso quando não impeditivo do aumento da capacidade produtiva instalada, colocam o país na contramão das transformações estruturais desejáveis, que seria a de reforçar a inserção internacional das atividades de maior grau de elaboração industrial,

com rápida evolução da produtividade e maior capacidade de geração de renda e empregos” (GENTIL, p.14, 2012).

5.Conclusão

Este trabalho teve como objetivo discutir a relevância da política fiscal para o crescimento econômico e lançar luz sobre a relação entre a desaceleração da economia brasileira no período recente e a manipulação dos gastos públicos. Mostramos, através de uma perspectiva heterodoxa, a fundamental importância da política fiscal como instrumento propulsor da demanda e do emprego. Por último, examinamos as principais políticas macroeconômicas entre 1999 e 2013, assim como seus respectivos impactos sobre a economia brasileira. Discriminamos, igualmente, os componentes da demanda e da oferta que menos contribuíram para o crescimento do produto desde 2011, no intuito de explicar as forças por trás da desaceleração econômica e na esperança de que estas sejam revertidas.

A forma como é conduzida a política econômica no Brasil não está integralmente de acordo com o que é recomendado pelos teóricos revisitados no presente trabalho. Keynes, Kalecki e Lerner argumentam a favor da centralidade dos investimentos enquanto determinantes do nível de renda agregada e defendem a mobilização de investimentos a partir do Estado como algo fundamental ao pleno emprego na economia. A política econômica no Brasil, contudo, não se mostra agressiva no tocante a investimentos. Apesar da existência, no país, de um sistema de crédito público eficiente (gerenciado pelo BNDES, CEF e BB), faltam projetos de investimento, particularmente da parte dos estados e municípios.

No que se refere às recomendações direcionadas à distribuição de renda, a política fiscal no Brasil está parcialmente de acordo com o que foi exposto pelos teóricos no presente trabalho. Por um lado, as políticas sociais de transferência de renda reduziram a desigualdade social e, numa interpretação keynesiana, fortaleceram o impacto multiplicador do gasto (ao aumentarem a renda de indivíduos com elevada propensão a consumir). Por outro lado, a estrutura tributária no Brasil é regressiva quando deveria ser progressiva, isto é, deveria estar a favor dos estratos de renda inferiores. Entretanto, o oposto acontece no Brasil, o que inibe não só uma das mais importantes estratégias de combate à pobreza, mas também reduz o multiplicador de gastos.

A operação da política fiscal no Brasil está muito distante da prescrita por Keynes, Kalecki e Lerner. Do ponto de vista operacional, Keynes e Kalecki afirmam que a política fiscal deve ser coordenada com a política monetária e que as duas devem estar na mesma direção – ambas devem ser expansivas. No Brasil, em razão da consagração do “tripé” macroeconômico, a política fiscal é subordinada à política monetária e esta, por sua vez, é altamente restritiva em nome da estabilidade de preços. Contudo, a operação da política fiscal no Brasil torna-se ainda mais distante do receituário teórico quando comparada às prescrições de Kalecki e Lerner. Segundo os autores, a política fiscal, assim como o orçamento público, deve ser observada apenas do ponto de vista de seus efeitos econômicos concretos (geração de renda e emprego, estabilidade de preços) – ou seja, gastos deficitários são aceitáveis desde que os propósitos econômicos sejam válidos.

A análise dos dados da economia brasileira mostra que a desaceleração do ritmo de crescimento do PIB desde 2011 é consequência da combinação de diversos fatores atuantes em diversas áreas da economia. O gasto público, contudo, foi a variável de maior destaque no trabalho devido ao seu desempenho em comparação com o de outros componentes da demanda no período 2011-2012. O investimento público foi o componente da demanda que menos contribuiu para o crescimento do PIB no período 2011-2012, com queda de 2,86% na taxa de crescimento real. Ainda com respeito a esse componente, a diferença entre a taxa de crescimento real do período 2011-2012 e do período 2004-2010 atinge a incrível marca de (-) 17,7%. Este resultado explica, em parte, a taxa de crescimento do investimento total. O investimento (FBCF) agregado cresceu apenas 0,35% no período 2011-2012. A diferença entre a taxa de crescimento do referido componente no período 2011-2012 e no período 2004-2010 é de (-) 8,8%. Pelo lado da oferta, a produção no setor industrial foi a que menos cresceu no período 2011-2012, com média de 0,41%. A diferença de crescimento desse componente entre o período 2011-2012 e o período 2004-2010 é de (-) 3,4%.

Constatamos a necessidade de se conciliar as políticas sociais baseadas em transferências de renda com uma política desenvolvimentista mais consistente, responsável por colocar fim aos gargalos estruturais do país (via investimento) e por elevar o padrão de vida de sua população através da oferta regular de bens e serviços públicos (educação, saúde, transporte, etc) (via consumo do governo). A alocação balanceada do gasto público entre as diferentes categorias garantirá o crescimento mais robusto da demanda agregada e por esta via,

aumentará os lucros e a propensão de formação do capital fixo por parte do setor privado da economia. É importante que a política de desenvolvimento econômico promova uma significativa mudança nas condições de competitividade externa do país e, por conseguinte, na posição do país no comércio internacional. Afinal, a política econômica deve, além de expandir a renda doméstica, conter os vazamentos dessa renda pelo canal das importações, responsáveis por reduzir o efeito multiplicador dos gastos públicos e possivelmente, o efeito *crowding-in*.

Não obstante o grande avanço na redução da desigualdade social devido ao crescimento dos gastos com transferência de renda no Brasil, a distribuição de renda no país é ainda brutalmente desigual, visto que 63,5% de toda renda ainda é apropriada pelos 20% de renda mais elevada (dado de 2009) (HERMANN & GENTIL, 2013). A política econômica, a fim de gerar maior crescimento econômico com menor desigualdade de renda, deve preservar os programas sociais e em adição a isso, eliminar as restrições estruturais, fiscais e monetárias à eficácia distributiva da política de gasto público. Além de investimentos em infraestrutura e de uma estrutura tributária progressiva, necessita-se reverter a política de juros elevados no país, que além de favorecer a concentração de renda, dá origem ao efeito *crowding-out* e aumenta as despesas financeiras do governo. No atual modelo de gestão da economia, baseado no “tripé” macroeconômico, a esfera monetária não se encontra subordinada à esfera produtiva-real, como desejável, mas à esfera financeira. Para ilustrar, a taxa média de rentabilidade (lucro/patrimônio líquido) dos 50 maiores bancos foi sempre superior à das 500 maiores empresas em todos os anos do período 2003-2010 (GONÇALVES, p. 107, 2013). Nesse período, a taxa média de rentabilidade das maiores empresas foi 11%, enquanto a taxa dos bancos foi 17,5%.

Por último, faz-se necessária a retomada do crescimento do setor industrial, considerado o “motor” do crescimento econômico, dado o seu potencial de geração e disseminação de ganhos de produtividade. O comércio do Brasil com a China (com a qual a complementariedade resume-se a matérias-primas), o regime macroeconômico adverso e os problemas estruturais do país, são fatores que impedem o crescimento mais expressivo da indústria. Para ilustrar a situação em que se encontra o setor, um levantamento do Ibre/FGV mostra que a participação da indústria de transformação no total dos financiamentos do BNDES caiu de aproximadamente 50% no período 2000-2006 para menos de 30% em 2011-2012. Em termos relativos, o desembolso de recursos cresceu 22% para a indústria e 64% para

a agropecuária em 2013 (SOARES, 2014) – o que certamente influenciou o crescimento de 7% da agropecuária frente a 1,3% da indústria em 2013. A indústria, a despeito da atenção que tem recebido, é central para a evolução rápida da produtividade e para a maior capacidade de geração de renda e empregos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, J. G. **Como o Brasil superou a crise**. Dossiê da Crise II, Associação Keynesiana Brasileira. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/akb> >. Acesso em: 24 mar. 2014.

ALVES, M. R. Bancos públicos puxam o crescimento do crédito em 2012. **Valor Econômico**. Brasília, 21 jan. 2013.

ARAÚJO, C. Novo mínimo injetará R\$ 46 bi na economia em 2014. **O Estado de São Paulo**. São Paulo, 18 dez. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Relatório de Economia Bancária e Crédito 2012**. Brasília, nov. 2013.

_____. **Nota para a imprensa: Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro**. Brasília, fev. 2014.

CARVALHO, F. J. Equilíbrio Fiscal e Política Econômica Keynesiana. **Revista Análise Econômica**, n. 50, p. 07-25, 2008.

CARVALHO, Marcelo Soares de. **Os pós-keynesianos e o pleno emprego: uma proposta e suas origens, limites e possibilidades**. Tese de doutorado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2011.

DE MELO MODENESI, André et al. **Reestruturando o Arcabouço de Política Econômica em um Contexto de Crise: em direção a uma nova convenção?** Dossiê da Crise IV, Associação Keynesiana Brasileira. 2013. Disponível em: <<http://associacaokeynesiana.wordpress.com>>. Acesso em: 24 mar. 2014.

GENTIL, Denise Lobato; DE ARAÚJO, Victor Leonardo. **Mais além da macroeconomia de curto prazo**. Textos para discussão UFF/Economia. 2012.

GONÇALVES, Reinaldo. **Desenvolvimento às Avessas. Verdade, má-fé e ilusão no atual modelo brasileiro de desenvolvimento**. Rio de Janeiro: LTC, 2013.

HERMANN, Jennifer. **A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002)**. Textos para discussão UFRJ/Instituto de Economia, 2002.

_____. Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000. **XXXIV Encontro Nacional de Economia**, 2006.

_____. GENTIL, Denise. **Condicionantes e limites macroeconômicos dos gastos sociais: uma análise do período 2003-2012 no Brasil**. International Workshop (BNDES), Rio de Janeiro, out. 2013.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). (2012a) **Panorama de Política Fiscal**. Brasília: IPEA.

_____. (2012b) **Carta de Conjuntura**, n. 17, dez. 2012.

_____. (2013a) **Carta de Conjuntura**, n. 20, set. 2013.

_____(2013b) Carta de Conjuntura, n.21, dez. 2013.

JORGE, Caroline Teixeira; MARTINS, Norberto Montani. **Política fiscal e a desaceleração da economia brasileira no governo Dilma (2010-2012)**. Dossiê da crise IV. Associação Keynesiana Brasileira, 2013.

KALDOR, N. **Causes of the Slow Rate of Economic Growth of The United Kingdom**. Cambridge University Press, 1966.

_____**The Case for Regional Policies**, *Scottish Journal of Political Economy*, November, 1970.

KALECKI, Michal. (1935). The Essence of Business Upswing. In: **Collected Works of Michal Kalecki**. Vol. I. New York: Oxford University Press, 1990.

_____(1943). Political Aspects of Full Employment. *The Political Quarterly*. Vol. 14, No. 4, pp. 322-330. Reprinted in: **Collected Works of Michal Kalecki**. Vol. I. New York: Oxford University Press, 1990.

_____(1944). Three Ways to Full Employment. In: *The Economics of Full Employment*. Oxford: Basil Blackwell. Reprinted in: **Collected Works of Michal Kalecki**. Vol. I. New York: Oxford University Press, 1990.

_____(1954). **Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy**. London: Allen and Unwin. Tradução brasileira: *Teoria da Dinâmica Econômica*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

_____**Três caminhos para o pleno emprego**. São Paulo: Ática, 1980.

KEYNES, J. M. (2010) **Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda**. Lisboa: Editora Relógio d'Água.

_____(1980). **The collected writings of John Maynard Keynes**. Vol. XXV. London: MacMillan.

KREGEL, J. (1985). Budget deficits, stabilization policy and liquidity preference: Keynes's post-war policy proposals. In: VICARELLI, F. (1985) **Keynes's Relevance Today**. London: MacMillan.

LANDIM, R. Preço de commodities sobe, ajuda exportadores, mas pressiona inflação. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 16 jan. 2010.

LERNER, A. P. (1936). **Mr. Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money**. *International Labour Review*, Vol. 34. No. 4, pp. 435-454. Reprinted in: *International Labour Review*, Vol. 135, No. 3-4, 1996, pp. 337-346.

_____. (1943). **Functional Finance and the Federal Debt**. *Social Research*, v. 10, n. 1, p. 38-51.

_____. (1947) Money as a Creature of the State. **The American Economic Review**, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 312-317.

MENESES, R. Nova lei dos portos vai impulsionar exportações. **Jornal do Brasil**, 21 ago. 2013.

OKUN, A. (1967). Monetary Policy, Debt Management, and Interest Rates: a Quantitative Appraisal IN: D. D. Hester e J. Tobin (eds.), **Financial Markets and Economic Activity**. New York: John Wiley & Sons, Inc.

OLIVEIRA, M. Salário mínimo tem menor aumento real desde o início do governo Lula. **O Globo**, Rio de Janeiro, 23 fev. 2011.

PRATES, D.M.; CUNHA, A.M. Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 39, n. 4, 2012.

RODRIGUES, Roberto de Souza. **Finanças Públicas e o Impacto da Política Fiscal no Brasil: de 1991a 2008**. Tese de doutorado. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.

SANTOS, C.H. **Um Panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 2004-2011**. (mimeo). Brasília: IPEA, 2012.

_____. **Notas sobre as dinâmicas relacionadas do consumo das famílias, da formação bruta de capital fixo e das finanças públicas brasileiras no período 2004-2012**. (mimeo). Brasília, IPEA, 2013.

SANTOS, G. A. **Uma releitura da teoria das finanças funcionais**. Tese de doutorado. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005.

SERRANO, Franklin. Cinco dúvidas sobre o ajuste fiscal. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 28, n. 4, p. 153-160, 2001.

SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. Política Macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na Economia Brasileira dos anos 2000. **IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)**, 2011.

_____. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. **OIKOS (Rio de Janeiro)**, v. 11, n. 2, 2012.

SOARES, E. Desembolsos do BNDES aumentam 22% em 2013, para R\$ 190 bilhões. **Valor Econômico**, Brasília, 4 fev. 2014.

SPITZ, Clarice. PIB brasileiro fecha 2010 com crescimento de 7,5%, maior desde 1986, aponta IBGE. **O Globo**, Rio de Janeiro, 3 mar. 2011.